



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

N. 2 - Aprile-Giugno 2016



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 EDITORE

COMITATO DIRETTIVO

GIUSEPPE BERNONI - SERGIO CARAMELLA - ERNESTO FRANCO CARELLA - MICHELE CASINI - VITTORIO CODA - LINO DE VECCHI - SERGIO GALIMBERTI - ALBERTO GIUSSANI
LUIGI GUATRI - GERARDO LONGOBARDI - MICHAELA MARCARINI - GIOVANNI
NAPODANO - ANTONIO ORTOLANI - UGO POLLICE - ANGELO PROVASOLI
ALESSANDRO SAVORANA - GIOVANNI SIANO - ALESSANDRO SOLIDORO
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 PODDIGHE
LUCIO POTITO - LORENZO POZZA - MARCO REBOA - UGO SOSTERO - MARCO
TROMBETTA - GABRIELE VILLA

REDAZIONE

DOTTRINA: GIOVANNI MARIA GAREGNANI (COORDINATORE)

ATTUALITÀ E PRATICA PROFESSIONALE: MASSIMILIANO NOVA (COORDINATORE):

- PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI: MICHELE CASÒ
- PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE: ANDREA AMADUZZI - GIOVANNI LIBERATORE
- CORPORATE GOVERNANCE: ROSALBA CASIRAGHI - STEFANO FORTUNATO
- 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: GIANMARIA CHIARAVIGLIO - LUCA TROYER
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA: ALESSANDRO MAINARDI - FRANCESCO TUNDO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE: GIUSEPPE MARINO - ALESSANDRO SAVORANA

ALTRI TEMI D'INTERESSE PER LA PROFESSIONE:

- ANDAMENTO CONGIUNTURALE: GREGORIO DE FELICE - LUCA MEZZOMO
- SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE: ELENA FORNARA

SEGRETERIA DI REDAZIONE

VALENTINA CORTELLAZZI - STEFANO PASETTO

DIREZIONE

MARCO REBOA (direttore responsabile) - GIOVANNI MARIA GAREGNANI (direttore scientifico) -
GIULIANO IANNOTTA (co-editor) - ANGELO RUSSO (co-editor) -
MASSIMILIANO NOVA (vice direttore responsabile di Attualità e Pratica Professionale)

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 Dott. A. GIUFFRÈ EDITORE S.p.A.,

via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.200 - fax 02/38089432

Internet: <http://www.giuffre.it> - e-mail: vendite@giuffre.it

PUBBLICITÀ: casa editrice Dott. A. GIUFFRÈ EDITORE S.p.A.,

Servizio Pubblicità - via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.335 - fax 02/38089426

e-mail: periodici@giuffre.it

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

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

SOMMARIO

Pag.

Dottrina

BOARDS, UNDERWRITER REPUTATION, AND UNDERPRICING IN IPO MARKETS: AN INVESTIGATION OF THE EFFECTS OF THE DIRECTORS' HUMAN AND SOCIAL CAPITAL

di Nicola Misani, Massimo Buongiorno e Valentina Buzzi 209

L'articolo esamina le modalità con cui le società che affrontano la quotazione in Borsa riescono ad accedere ai servizi di sottoscrizione delle banche di investimento ad alta reputazione. Dato che le banche di investimento desiderano evitare di associarsi a soggetti di profilo modesto, le società in quotazione devono dimostrare la propria qualità tramite elementi segnaletici: fra questi, l'articolo considera il ruolo cruciale svolto dal capitale umano (esperienza e professionalità) e dal capitale sociale (relazioni professionali) dei membri del consiglio di amministrazione della società. Entrambi i fattori sono noti come determinanti del prezzo di quotazione, ma la ricerca sul loro ruolo nel facilitare l'accesso a banche di investimento ad alta reputazione è stata finora limitata. L'articolo formula ipotesi su come il capitale umano e sociale svolgono questo ruolo nel processo di quotazione e le verifica con uno studio empirico di 141 operazioni di quotazione nel mercato borsistico italiano. I risultati empirici indicano che le relazioni professionali dei consiglieri di amministrazione agevolano effettivamente l'accesso alle banche di investimento ad alta reputazione, mentre le ipotesi sul capitale umano non sono confermate.

Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

« La prevalenza della sostanza sulla forma: un decreto, due fatti, tre considerazioni, il rischio di bilanci difformi tra loro » (di MICHELE CASÒ) 235

« Il trattamento contabile delle scissioni "inverse": criticità alla luce degli standard di riferimento » (di MAURO ROMANO e MARCO TALIENTO) 243

CORPORATE GOVERNANCE

« <i>L'autovalutazione del Consiglio di Amministrazione: tendenze e prospettive</i> » (di GIUSEPPE CRISCI e MARIA GAIA SOANA).....	273
--	-----

ALTRI TEMI IN MATERIA ECONOMICO-AZIENDALE

« <i>La Valutazione delle Assumption nella Pianificazione Aziendale</i> » (di ANDREA BERETTA ZANONI e SILVIA VERNIZZI).....	325
---	-----

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

« <i>Voto di lista e diritto di recesso</i> ». Nota alla sentenza del Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di impresa B, 31 luglio 2015, n. 9189 (di MARTA PIN).....	313
---	-----

Massime in tema di: Clausola statutaria che richiede maggioranze rafforzate in talune materie – Nullità del bilancio per violazione dei precetti di chiarezza e precisione ex art. 2423, comma 2 c.c. – Fideiussione prestata dal socio di una società a responsabilità limitata in favore della stessa società per obbligazione futura – Intestazione fiduciaria di titoli azionari. Interposizione reale di persone – Omessa presentazione del rendiconto da parte dell'amministratore di società di persone. Responsabilità extracontrattuale nei confronti del socio per mancata attribuzione degli utili.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCURSALE

Massime in tema di: Fallimento – Ammissione al passivo – Fallimento dichiarato in seguito alla presentazione di domanda di concordato preventivo – Collocazione in prededuzione dei crediti del professionista – Funzionalità dell'attività – Fallimento – Ammissione al passivo – Fallimento dichiarato in seguito alla presentazione di domanda di concordato preventivo – Collocazione in prededuzione dei crediti del professionista – Non necessità dell'utilità dell'attività svolta per la massa – Fallimento – Opposizione allo Stato Passivo – Termine per notifica al Curatore- Natura ordinatoria – Fallimento – Domanda di insinuazione al passivo – Termine perentorio- Sospensione feriale – Applicabilità – Fallimento – Opposizione allo Stato passivo – Giudice Delegato membro del Collegio giudicante – Mancata ricusazione – Deduzione di nullità del decreto – Inammissibilità – Fallimento – Procedimento di verifica - Esclusione per i creditori titolari di un diritto di ipoteca su immobili del fallito posti a garanzia di debitori diversi – Fallimento – Azione revocatoria ex art. 67, comma 1 n. 2 – Operazioni anomale – esclusione.

Composizione della crisi di sovraindebitamento L. 27/1/2012 n. 3 – Piano

del consumatore – Nozione di consumatore esercente l'attività di professionista e d'imprenditore – Natura dei debiti contratti – Composizione della crisi di sovraindebitamento l. 27/1/2012 n. 3 – Piano del consumatore – Nozione di consumatore esercente l'attività di professionista e d'imprenditore – Natura dei debiti contratti.

Concordato preventivo – Domanda “con riserva” – Termine per l'integrazione – Natura perentoria – Inosservanza - Inammissibilità della domanda – Concordato preventivo – Divieto di azioni esecutive o cautelari (“Automatic Stay”) – Decorrenza – Iscrizione Registro Imprese – Procedure espropriative presso terzi – Applicabilità..... 325

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

« Omesso versamento IVA e crisi di liquidità, inesigibilità e procedure concorsuali ». Prendendo lo spunto da una recente, interessante Sentenza della Corte di Giustizia Europea sulla portata dei vincoli in materia di IVA imposti dalla normativa convenzionale, vengono toccati i temi della “inesigibilità” del pagamento la cui omissione è sanzionata dall'art. 10-ter D.Lgs. n. 74/2000 nonché dei rapporti tra questo reato e le procedure previste dalla Legge Fallimentare (di GIANMARIA CHIARAVIGLIO)..... 332

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

« Il regime di deducibilità dei costi cd. black list alla luce delle recenti novità legislative ». Nota alle sentenze della Suprema Corte di Cassazione, Sezione V civile, 27 aprile 2016, n. 8326, n. 8327 e n. 8330 (di ROBERTO BABORO)..... 359

Massime in tema di: Imposta valore aggiunto (IVA) – Accertamento – Attribuzioni e poteri degli uffici IVA – Richiesta di dati, notizie, documenti – Dati acquisiti dalla Guardia di Finanza nel corso di un'indagine penale – Autorizzazione dell'autorità giudiziaria all'utilizzazione ai fini fiscali – Portata – Imposta reddito persone fisiche (IRPEF) – Oggetto dell'imposta – Redditi diversi – Capital gains – Facoltà di rideterminazione del valore di una partecipazione non negoziata nei mercati non regolamentati – Successiva cessione di una quota – Disciplina sopravvenuta – Possibilità di chiedere una nuova determinazione – Quota residuata – Meccanismo di compensazione introdotto dal D.L. n. 70 del 2011 – Conseguenze – Cessioni di beni – Cessione di beni esistenti nel territorio nazionale eseguita dal cedente residente nello Stato nei confronti di cessionario extracomunitario privo di codice identificativo IVA – Operazione intracomunitaria – Esclusione – Obblighi fiscali del cedente italiano – Fondamento – Tributi locali – Imposta comunale immobili (ICI) – Piattaforme petrolifere – Soggezione all'imposta – Fondamento – Determinazione della base imponibile – Tributi locali – Rifiuti solidi urbani – Rifiuti da imballaggi terziari – Regime giuridico applicabile – Assimilabilità ai rifiuti speciali – Fondamento – Disposizioni per

particolari categorie di contribuenti – Attività agricola – Regime fiscale di "esonero" agevolato – Presupposti – Onere probatorio del soggetto che intenda avvalersene – Adempimenti del cessionario dei prodotti agricoli – Imposte in genere – Accertamento – Esattore ed esazione delle imposte – Notifiche.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE

« *Sulla nozione di stabile organizzazione personale in presenza di commissionaire agreements* ». Nota alla sentenza dell'Audiencia Nacional – *Dell Products Ltd v. Amministrazione finanziaria spagnola*, 8 giugno 2015 (di ROSSELLA SPADA)..... 373

Massime della Corte di Giustizia delle Comunità Europee in tema di: IVA: Esenzione in materia di assicurazioni; Procedura di concordato preventivo – Pagamento parziale dei crediti IVA. Libertà fondamentali: Articolo 49 TFUE – Normativa di uno Stato membro che impone agli enti creditizi l'obbligo di comunicare all'amministrazione tributaria determinate informazioni relative agli attivi di clienti deceduti, ai fini della riscossione dell'imposta sulle successioni. Direttiva 78/855/CEE – Direttiva 2005/56/CE: Fusione per incorporazione – Protezione dei creditori – Trasferimento dell'intero patrimonio attivo e passivo dalla società incorporata alla società incorporante.

Normativa e documenti di fiscalità internazionale e comunitaria in tema di: Trattati in materia fiscale recentemente stipulati e/o modificati dall'Italia; Accordo sulla trasparenza fiscale tra Unione europea e Principato di Monaco; Proposta della Commissione europea sulla trasparenza fiscale pubblica per le multinazionali.

Altri temi di interesse per la professione

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

Il flusso dei dati macroeconomici e l'andamento dei mercati sono migliorati dopo un brutto inizio d'anno. Nei paesi avanzati, le politiche economiche e l'andamento positivo dell'occupazione appaiono perfettamente in grado di ammortizzare il calo della domanda da parte dei paesi emergenti. Tuttavia, la crescita globale rimarrà modesta e l'impostazione delle politiche monetarie sarà più accomodante del previsto

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

Analisi di bilancio..... 389
Diritto commerciale..... 389
Diritto del lavoro 390

<i>Diritto delle procedure concorsuali</i>	391
<i>Diritto penale d'impresa</i>	392
<i>Diritto tributario</i>	392

BOARDS, UNDERWRITER REPUTATION, AND UNDERPRICING IN IPO MARKETS: AN INVESTIGATION OF THE EFFECTS OF THE DIRECTORS' HUMAN AND SOCIAL CAPITAL

di NICOLA MISANI, MASSIMO BUONGIORNO e VALENTINA BUZZI

Ricevuto in data 21 marzo 2016 / Accettato in data 26 aprile 2016

Abstract. We investigated how firms obtain the endorsement of reputable underwriters during IPOs. Since investment banks want to avoid associating themselves with low-quality organizations, IPO firms must demonstrate their value through signals; among them, we looked at the human and social capitals represented in the board. While both factors are known as determinants of underpricing, research on their role in obtaining the endorsement of underwriters is limited. To verify our hypotheses we studied 141 IPOs in the Italian stock market, which showed that the board's social capital, but not human capital, is a significant antecedent of the endorsement of reputable underwriters.

1. Introduction.

It is widely recognized that firms that undergo Initial Public Offerings (IPOs) typically carry considerable uncertainty, because they lack the transparent track record of operating history that investors need to judge the intrinsic quality of the firm and its potential for growth (Chahine, Filatotchev, & Zahra, 2011). Since firm insiders are interested in making optimistic estimates of the firm's prospects and may conceal adverse information until after having sold the shares, IPOs are potentially a market for "lemons" (Akerlof, 1970). Research has shown that IPOs are indeed dangerous for investors, because IPO firms tend to underperform the stock market and are more likely to be delisted than more established entities (Ritter, 1991). Investors try to protect themselves by submitting low bids for the shares offered during an IPO. The consequence is the phenomenon of underpricing — when the IPOs are floated at an offer price that is lower than the market price that is reached on the first day of public trading. Underpricing hurts both the firm owners, because it transfers wealth from them to the new investors, and the firm, because after the IPO it will have fewer resources available to finance growth and to meet debt obligations (Ljungqvist, 2007).

Research has shown that high-quality IPO firms try to contain underpricing by signaling to investors that they are not lemons, that is, that the offer price includes all the relevant information (Park & Patel, 2015); it is also

acknowledged that one of the most visible signals that firms may use to demonstrate their worth is to obtain the services of a reputable investment bank as an underwriter of the IPO (Fernando, Gatchev, May, & Megginson, 2015). Reputable investment banks are crucial in reassuring investors, because they can access inside information about the IPO firm and have the expertise required to analyze it. Besides, reputable investment banks introduce the firm to the financial community and to networks of connections that the firm can leverage to pursue its expansion plans (Reuer & Tong, 2010). The chief financial officers (CFOs) of the IPO firms are well aware of the benefits of being endorsed by a highly regarded investment bank and they rank reputation, status, expertise, and connections as the most desirable traits when looking for an underwriter. Given the role played by the underwriters in supporting the IPO firm, the IPO market can be described as consisting of two parts.

1. An *underwriting market*, where the IPO firm wants to enlist a reputable underwriter to signal that the IPO is high-quality.

2. A *placement market*, where the underwriter floats the shares to investors and the offer price is defined; in this market, the underwriter's reputation combines with the other signals that the IPO firm has fashioned to demonstrate its quality, all of them exerting their effects on the offer price and the correlative amount of underpricing.

In this article we investigate the conditions that allow an IPO firm to obtain the endorsement of a reputable underwriter. As evidenced by Fernando, Gatchev, & Spindt (2005), reputable investment banks screen low-quality firms to avoid publicly associating themselves with lemons. In this paper we look at the signaling value of the composition of the board of the IPO firm and we extend the existing literature on the factors that allow it to enlist a reputable underwriter by considering the effects of the human and social capitals represented in the board of that firm. While both factors have been studied as presumed *direct* determinants of underpricing (e.g. Pollock, Chen, Jackson, & Hambrick, 2010), research on their role in the underwriting market is limited (Higgins & Gulati, 2003).

To verify our hypotheses we used a sample of 141 IPOs in the Italian stock market. Since the end of the 1980s, Italian stock market regulations, corporate governance models and the IPO process have been converging on the forms that historically characterize the United States (US). However, the Italian stock market remains relatively small and opaque, two traits that emphasize the asymmetries of information at the basis of the underpricing phenomenon. In addition, the Italian underwriting market is more concentrated than in other major countries, a factor that adds to the contractual power of reputable investment banks. Therefore, the characteristics of the Italian IPO market provide a suitable context for detecting the effects that our model hypothesizes.

The results of the study show that the board's social capital (but not the

board's human capital) is a significant antecedent of receiving the endorsement of a reputable underwriter, together with variables that measure the IPO firm's strength. Importantly, our findings suggest that the board's social capital and the firm's strength variables are not significant antecedents of underpricing. These findings imply that the signals that are effective in the underwriting market are less relevant in the placement market or, alternatively, that these signals are fully mediated by the reputation of the underwriter.

The rest of the article is organized as follows. In Section 2, we examine the existing literature on the role played by underwriters in IPOs and we develop our hypotheses about *a*) how an IPO firm can obtain the endorsement of reputable underwriters and, *b*) how these underwriters help the IPO firm reduce underpricing. In Section 3, we describe our sample, explain our methodology, and present our results. In Section 4 we discuss the findings of our study and their practical and theoretical implications.

2. The role of underwriters in the IPO process.

The underwriter assists the IPO firm from the very beginning of the process in all the activities connected with floating the issue, from valuing the firm to assembling an underwriting syndicate, to marketing the shares to investors. The underwriter also helps the firm prepare the registration statement required by stock exchanges for admission to trading. This statement is accompanied by the IPO prospectus, where details are provided on the business of the firm, its financials, the owners, the board members, the intended uses of the proceeds, etc. After the registration is completed, the underwriter arranges road shows where the management of the firm speaks to prominent institutional investors. Finally, the underwriter sets a range for the proposed offer price and solicits investors to indicate how many shares they want to buy at what price. This is the bookbuilding stage, in which the underwriter uses the investors' bids to build a demand curve and to set the offer price, that is, the price at which the shares will be allocated to the public (Certo, Holcomb, & Holmes, 2009).

Given the fashion in which IPOs are conducted, enlisting the services of a reputable underwriter is especially meaningful for an IPO firm. The literature has identified a variety of benefits that a firm may obtain by these services. First, reputable investment banks may have prominent analysts who will cover the firm after the IPO, contributing to the firm's name recognition and to build a liquid market for the shares of the firm (Loughran & Ritter, 2004; Lowry, Officer, & Schwert, 2010). Second, the reputation of the underwriter improves the visibility of the IPO firm, facilitating it in entering privileged relationships within the financial community (Ravasi & Marchisio, 2003) or in entering strategic alliance and other non-financial

inter-organizational relationships (Pollock & Gulati, 2007). Third, and most important for this paper, a reputable underwriter should reduce the information asymmetry suffered by investors and consequently the underpricing of the shares of the IPO firm (Carter & Manaster, 1990).

Rock's (1986) winner's curse model describes how asymmetric information turns into underpricing. This model assumes that two kinds of investors participate in the IPO market: *informed* investors, who suffer from small information asymmetries and are able to avoid the IPOs that are overpriced; and *uninformed* investors, who suffer from large information asymmetries and buy the shares of all the IPOs indiscriminately (or randomly). If the IPO firm and the underwriter set the offer price fairly, reflecting all the information they have about the value of the firm, a number of IPOs will end up being mispriced in any case, due to noise in information and to intrinsic uncertainty in the value of the firm. The result is a winner's curse for the uninformed investors, who will buy too many shares of overpriced IPOs (which the informed investors avoid) and too few of the underpriced IPOs (where informed investors crowd them out). Realistic approximations of these investor types are institutional investors (informed) and retail investors (uninformed). As a consequence of the winner's curse, uninformed investors will get negative returns on average. Sooner or later, these investors will abandon the market, reducing the demand for IPOs. Underpricing is the discount paid to investors for enticing them to participate in the IPO market, so that they will obtain positive returns on average. *Ex ante* valuation uncertainty about the IPO firm will lead to higher underpricing, because uncertainty worsens the winner's curse. Thus, a higher underpricing is needed to convince investors to bid for the shares. This prediction has been extensively tested, finding clear empirical support (Ljungqvist, 2007).

High-quality IPO firms will try to contain underpricing by reducing the information asymmetry suffered by investors. Since IPO firms have usually a limited track record, they will adopt indirect ways to demonstrate their value. One is to invest in promoting the IPO through marketing activities (Habib & Ljungqvist, 2001). Another is to produce credible signals of the value of the firm (Park & Patel, 2015). Among these signals, the endorsement of a reputable investment bank is considered especially strong, because investment banks earn economic rents from their reputational capital and they do not want to damage it by endorsing lemons. As noted by Chemmanur and Fulghieri (1994), the underwriter floating the shares of an IPO firm is in the position of a producer of experience goods, because the investors will discover whether they paid a fair price for the shares only after the IPO is completed and the public trading begins. Since reputation is essential to sell experience goods, an underwriter that overprices an IPO risks losing market share in the placement market, a consequence that can be far more costly than the one-time wealth transfer that the underwriter captures through free-riding (Megginson & Weiss, 1991). More reputable underwriters, that have a large

reputational capital at stake, will have more to lose in overpricing the IPO and therefore will be more credible. Therefore, the reputation of the underwriter should be negatively correlated with the underpricing of the IPOs they float, because there will be a lower compensation to be paid to uninformed investors.

Furthermore, reputable investment banks are credited with the industry expertise and the connections required to collect information about the IPO firm and evaluate it prudently, since external observers trust the ability of prominent organization to detect quality under uncertainty conditions (Stuart, Hoang, & Hybels, 1999). Another way in which reputable underwriters can reduce underpricing is in collecting information from institutional investors in the bookbuilding stage of the IPO, during which these investors submit bids. These bids reveal the information that investors possess and help the underwriter set the right offer price. More reputable underwriters should be more effective than low-reputation counterparts in collecting this kind of information.

The antecedents of receiving the endorsement of reputable underwriters

The winner's curse model and the other models of underpricing based on information asymmetry (Ljungqvist, 2007) predict that the riskiest IPO firms, that are likely to incur larger underpricing, will be the most interested in buying the services of reputable underwriters. Less risky firms should use less reputable and less expensive underwriters or even float the shares directly in the stock market without a bookbuilding stage. An example is Google's IPO in 2004, which was based on a direct placement through a Dutch auction, in which all the investors (retail or institutional) were admitted. However, this prediction is disconfirmed for the usual IPO firms that have not yet established a dominant position in their business. Studies have consistently shown that riskier IPO firms are floated by less reputable underwriters and less risky firms are floated by more reputable underwriters (e.g. Carter & Manaster, 1990; Fernando, Gatchev, & Spindt, 2005). This evidence is not explained by the costs of accessing reputable underwriters, since the variance of the fees applied by underwriters with different degrees of reputation is small in comparison with the costs of underpricing for the IPO firms (Chen & Ritter, 2000).

These studies suggest that the reputable underwriters screen risky IPO firms, which are more difficult to evaluate and more likely to be mispriced, to protect their own reputational capital (Chemmanur & Fulghieri, 1994). The underwriters need to please both the IPO firm owners (who want to minimize underpricing) and the investors (who want to avoid overpricing) to have repeat business. Of course, mispricing may be due to noisy information but

the reputation of the underwriter will suffer in any case, because both the IPO firms and the investors are often not able to tell honest from strategic mistakes. In fact, studies have discovered that changes in the market share of underwriters are negatively correlated with both underpricing and overpricing of the IPOs they managed (Dunbar, 2000). A further reason for the underwriters to steer clear of risky IPOs is that they engage in many other banking activities, so bad incidents in the IPO market can prompt negative reputation spillovers in their non-IPO business (Carter & Manaster, 1990).

To avoid losing their reputational capital, underwriters will put a red flag on the low-quality firms. For example, reputable underwriters have long been known to avoid small and speculative start-ups (Tinic, 1988). However, the literature on the other possible antecedents of the endorsement of a reputable underwriter is still underdeveloped. Two exceptions are Fernando, Gatchev, and Spindt (2005), who employ various risk measures to predict the matching of IPO firms with reputable underwriters, and Higgins and Gulati (2003), who address IPOs in the biotechnological industry and analyze the effects of the IPO firm's top management team (TMT) affiliations with prominent organizations on enlisting a reputable underwriter.

Far more numerous are the studies that investigated the effects of the IPO firm's traits on underpricing (Judge, Witt, Zattoni, et al., 2015). For example, there is robust evidence that larger firms undergo less underpricing. Many of these traits are also candidates for explaining the endorsement of a reputable underwriter, because underpricing-reducing traits will usually make an IPO firm less risky. However, traits that have no distinguishable effect on underpricing may attract or deter investment banks that are more able than investors to extract information. Moreover, when an underwriter accepts to float the shares of a firm, it takes on an endorsement role that has symbolic implications. Therefore, traits of the firm that do not impact on the underpricing but reduce its legitimacy (Suchman, 1995) may prevent it from accessing reputable underwriters.

In modeling the antecedents of the endorsement of a reputable underwriter, we adhere to Mizruchi's (1996) suggestion that: "When investors decide whether to invest in a company, they consider the firm's strength and the quality of its management" (p. 276). As to the firm's strength, a number of traits including size, earnings, and age since founding have been shown to be negatively correlated with IPO underpricing (Daily, Certo, Dalton, & Roengpitya, 2003), indicating that these traits attest to the viability of the firm's strategies. We suggest that the same traits should facilitate firms in obtaining endorsement from reputable underwriters, because these traits make the valuation of the firm easier and reduce the probability of mispricing.

Hypothesis 1. The stronger the firm, the more reputable the underwriter floating the IPO of that firm.

As to the quality of the management, studies have shown that IPO firms try to adjust their TMTs and their boards before going public (Filatotchev & Bishop, 2002), often co-opting outsiders. Some of these adjustments are required to comply with stock exchange regulations but others are not; this suggests that IPO firms try to signal their value through the quality of the newly appointed persons (Arthurs, Busenitz, Hoskisson, & Johnson, 2009). Boards are especially relevant in this respect: while new non-board TMT members may be hired to pursue operational changes or firm growth, new prestigious directors are often deliberately hired to dress-up the board to make it more prestigious for the IPO (Chen, Hambrick, & Pollock, 2008).

In general, the requisites of a good signal are: *a*) it must be observable; *b*) it must be costly or difficult to imitate by rivals that lack the traits that the signal is intended to demonstrate (Connelly, Certo, Ireland, & Reutzel, 2011). The board satisfies the requisites of a good signal because *a*) it is observable to investors, who find information about directors in the IPO prospectus; *b*) directors tend to be publicly identified with the firm, so that their reputation and careers suffers if they affiliate themselves with low-quality firms. For example, Gilson (1989) showed that the directors of failed firms have reduced chances of obtaining new seats in other boards. Therefore, less risky firms should find it easier to convince prestigious directors to serve on the board (Sanders & Boivie, 2004).

IPO research has extensively investigated the effect of board characteristics on underpricing (Chahine & Filatotchev, 2008; Chahine, Filatotchev, & Zahra, 2011) but not on receiving the endorsement of reputable underwriters. Among the characteristics investigated are board size, independence, heterogeneity and prestige. In systematizing these results, we follow Certo (2003), who argues that in the IPO context investors will primarily look at:

- the directors' *human capital* (abilities, experiences, etc.), which signals that the directors will supply the firm with personal skills and information;
- the directors' *social capital* (direct and indirect links to other individuals and institutions), which signals that the firm will be part of networks that allow it to access information, influence, solidarity, managerial talent and other rare resources.

We argue that the human and social capital in the board will help the firm obtain the endorsement of reputable underwriters, based on efficiency and legitimacy considerations. A board including competent and well-connected directors assists the firm in collecting resources, with positive impacts on organizational performance and on reducing uncertainty (Hillman & Dalziel, 2003); therefore, we expect that reputable underwriters will consider IPO firms with boards that are rich in human and social capital less risky and more suitable for endorsement. Such boards can also influence stakeholder perceptions. For example, Mizuchi (1996) argues that interlocking directorates improve the legitimacy of the firm, because they signal to potential investors that the firm is worth enough to attract important individuals that

are linked to other organizations. Since reputable underwriters should prefer to do business with legitimate firms, we expect that the legitimacy effects of human and social capital concur with efficiency considerations in making the reputable underwriters ready to endorse firms whose boards are rich in human and social capital.

Hypothesis 2a. The better the human capital of the firm's directors, the more reputable the underwriter floating the IPO of that firm.

Hypothesis 2b. The better the social capital of the firm's directors, the more reputable the underwriter floating the IPO of that firm.

The effects of underwriter reputation on underpricing

While there is general consensus in the theory that the reputation of the underwriter should reduce underpricing, the empirical evidence is mixed. Studies on data from the 1970s and 1980s consistently found the expected negative relationship between underwriter reputation and underpricing, but some studies on the 1990s found non-significant relationships or even a positive one (Ljungqvist, 2007). Different explanations have been provided for this change in the relationship (Habib & Ljungqvist, 2001), including agency-theoretical arguments in which the reputable investment banks use their power to deliberately create underpricing and distribute the money left on the table among institutional investors with which they have repeat business. However, other studies with data from the 1990s (Daily, Certo, Dalton, & Roengpitya, 2003) or more recent (e.g. Pollock & Gulati, 2007) find that the relationship between underwriter reputation and underpricing is still negative.

Another problem is whether one should expect an impact of underwriter reputation on underpricing after taking into account the fact that the reputable underwriters select firms that are less risky to begin with. We argue that, even after controlling for the firm's strength, the human and social capital of the board, and other control variables, the underwriter reputation has an incremental effect on reducing underpricing. Even the IPO firms of the highest quality are exposed to a degree of valuation uncertainty, so that there is space left for reputable underwriters to further reduce uncertainty in the eyes of investors. Google's IPO was interesting in this respect, because it ended up being severely underpriced (by about 20%) even though the firm was obviously high-quality. Moreover, investors may tend to credit reputable investors with the ability to conduct an exhaustive investigation of the IPO firm and to collect exclusive information that is not generally available to the placement market.

Hypothesis 3. The more reputable the underwriter floating the IPO of a firm, the smaller the underpricing of the IPO.

3. Methods.

Data and sample

Our study uses a sample including all the IPOs that were floated on the main and secondary tier Italian stock exchange between 2000 and 2007. This was a significant time period in which the number of IPOs in Italy was historically high. The period started just after the “internet bubble” and ended right before the financial crisis of 2008, after which Italian IPOs decreased dramatically in frequency. The sample consists of 141 firms. Where not otherwise indicated, data on variables are taken from the prospectuses, while share prices were obtained from Datastream. Table 1 describes the main characteristics of the sample.

Table 1. Characteristics of the sample

	n	mean	s.d.
Offer price	141	17.46 €	29.93 €
Total proceeds	141	186,642,218	339,954,372
First-day closing price	141	19.29 €	35.27 €
Initial return (underpricing)	141	6.53%	17.65%
Abnormal initial return	141	6.48%	17.58%
First-year abnormal return	141	3.89%	.43%
Turnover of the issuer	141	322,522,602 €	718,681,751 €
Market capitalization of the issuers on first day of trading	141	648,413,857 €	1,176,074,698 €

The number of IPOs floated in Italy over this seven-year period makes it clear that the Italian IPO market is relatively small. As a consequence, the underwriting market is concentrated and the variance of our measure of underwriter reputation is higher than in other studies. Small IPO markets also tend to be opaque. Booth & Chua (1996) notice that when many firms in the same industry go public within a short period of time there are informative spillovers from one IPO to those that follow it. These spillovers improve the precision of the valuation and reduce its costs. Where IPO markets are small, it is rare that many firms in the same industry go public at the same time and the uncertainty about the value of the IPO firms is consequently

higher. Both the variance of underwriter reputation and the opacity of the market should amplify the effects we have hypothesized. We will return to the consequent generalizability limitations in the conclusions.

Measures

Dependent variables. In the underwriter reputation model the dependent variable was the “underwriter reputation rank”. The underwriter’s market share (Megginson & Weiss, 1991) and the tombstone placement (Carter & Manaster, 1990) have been extensively used in IPO research as a proxy for the reputation of the underwriter. The tombstone placement method is unfeasible in the Italian context, because there is no equivalent of the tombstone announcements. Therefore we measured reputation through market shares. We adopted a variant of Megginson and Weiss’s (1991) method that was proposed by De Lorenzo and Fabrizio (2001), who calculated two types of market shares: (1) the number of IPOs floated by an underwriter during the sample period divided by the total number of IPOs in the period; (2) the cumulative value of the IPOs floated by an underwriter in the sample period divided by the total value of all the IPOs completed in the same period. Then, a rank starting from “1” (lowest market share) is assigned to the underwriter for each type of market share. The final reputation rank is obtained by summing the two rank indicators. The reason why we adopted this method is that the Italian IPO market is relatively small and the standard market share ranking would have overvalued the reputation of less active underwriters that occasionally get the chance to float single large IPOs.

In accordance with most IPO research (Daily, Certo, Dalton, & Roengpitya, 2003), in the underpricing model we calculated the underpricing as the first-day closing price minus the offer price, normalized by the offer price.

Firm’s strength measures. Firm age, earnings, assets, number of risks indicated in the prospectus and stock market tier were used to measure the firm’s strength. Age demonstrates that the firm has overcome what Stinchcombe (1965) called the “liability of newness”, the fact that young firms have a higher propensity to fail than older ones. The liability of newness is due to market and non-market barriers encountered by young firms. Another reason why younger firms are riskier is that they have fewer financial data on which to judge them. The variable was operationalized as the number of years since the founding, with a logarithmic transformation to avoid skewness.

The amount of earnings, if positive, is an indicator of the viability of the firm’s strategies. Investors also find firms with positive earnings easier to value since earnings multiples can be used (Fernando, Gatchev, & Spindt, 2005).

Assets are often used as a measure of firm size in the IPO literature,

which has already suggested that larger firms attract more reputable investors (Carter, Dark, & Singh, 1998). Like older firms, larger firms are more likely to access critical resources that enhance their profitability. Again, we used a logarithmic transformation to avoid skewness.

IPO firms must indicate the risks to which they are exposed in the prospectus; these risks commonly refer to technological obsolescence, seasonality, single customer dependence, etc. Beatty and Zajac (1994) and subsequent studies have shown that this variable is significantly related to IPO performance.

Finally we introduced a dummy that was equal to “1” if the IPO was floated on Nuovo Mercato (called *Expandi* after 2003), which is a second tier market where the admission requisites are less stringent than on the main market, and to “0” otherwise. We expect that investors will consider firms floated in this market riskier.

Board’s human capital measures. The board’s human capital was measured through the average age of directors, their experience in the industry, and their education. Age is a proxy of the knowledge, experience and wisdom of directors, since more practiced professionals are less likely to be associated with low-quality firms (Cohen & Dean, 2005). We used the average age of all the directors on the board.

The prior industry experience of the directors is an antecedent of their familiarity with the business environment (Cohen & Dean, 2005). The industry-specific experience of the board members has been shown to mitigate the liability of newness in young entrepreneurial firms (Kor & Misangyi, 2008). We operationalize this variable as the percentage of directors in the board who had experience in the industry of the firm, where industries were defined according to the list we used for the industry controls (see below).

Education implies knowledge, skills, and intellectual capacity. Cohen & Dean (2005) measured this variable by means of “advanced degrees”, which show that the individual was able to withstand the rigors of higher education. They equated advanced degrees to Master’s or equivalent. In our sample, the Italian bachelor degree was a more adequate measure, because until some years ago it consisted of a four-year selective program and it is still common to find directors of listed companies who have not achieved this. In the sample only 78% of the total directors had a bachelor degree. We operationalized this variable as the percentage of directors on the board with such a degree (or better).

Board’s social capital measures. The board’s social capital was measured through the directors’ multiple board memberships in other listed companies and the share of independent directors on the board. Multiple board memberships allow directors to collect information from multiple organizations (Arthurs, Hoskisson, Busenitz, & Johnson, 2008), are useful in accessing information and other resources (Kor & Sundaramurthy, 2009), and are an indicator of prestige (Chahine, Filatotchev, & Zahra, 2011). We operational-

ized this measure as the total number of boards in which the directors of the firm are seated, taking into account only firms that were listed in a stock exchange (in Italy or elsewhere).

The share of independent directors on a board is a typical governance parameter that investors use to screen their portfolios and has been shown to affect IPO performance (Sanders & Boivie, 2004). IPO firms may also select authoritative outsiders as independent directors to create channels for exchange of information and relational resources with other organizations (Chen, Hambrick, & Pollock, 2008); outsiders can also raise the legitimacy of a firm (Lynall, Golden, & Hillman, 2003).

Control variables for the underwriter reputation model. We used dilution ratio, participation ratio, underwriting fees, directors' ownership share and industry dummies as control variables for the underwriter reputation model. Habib and Ljungqvist (2001) suggested that IPOs are more underpriced when the firm owners have low incentives to avoid underpricing, which happens when they sell relatively few shares. Incentives vary according to the type of shares being sold: primary or secondary. We follow Habib and Ljungqvist (2001) in calculating a dilution ratio (number of primary shares sold normalized by the number of the original shares) and a participation ratio (normalized number of secondary shares) to control for these incentives. Habib and Ljungqvist (2001) found that both measures were positively correlated with the reputation of underwriters, which counts as potential evidence that it is the IPO firm that chooses the underwriter, in contrast with our Hypotheses 1, 2a and 2b.

For similar reasons, we included the directors' ownership share to control for their incentives to find a reputable underwriter. This variable was operationalized as the equity owned by directors divided by the total equity of the firm before the IPO.

The underwriting fees have been considered a measure of valuation uncertainty in the IPO research, because underwriters should ask for a higher compensation to work with a low-quality firm (Habib & Ljungqvist, 2001). These fees have a fixed and a variable component. The former is usually associated with the offering size, because it compensates the underwriter for the administrative work connected with floating the shares. The variable component is a given percentage of the gross proceeds and is intended to incentivize the underwriter to reduce underpricing (Chen & Mohan, 2002). Therefore, we included only the variable component as a control.

As to industry dummies, we adapted the list of industries used by Pollock and Rindova (2003), taking into account the types of industries most represented in our sample of IPOs. Our list consists of: biotechnology, financial services, manufacturing, retail, services, and software.

Control variables for the underpricing model. We used "hot market", stock market performance, a year dummy, partial adjustment, preferential

treatment for institutional investors, IPO total proceeds and IPO auditor as control variables for the underpricing model. Hot markets are periods when investors are optimistic about the prospects of the IPO firms (Ritter, 1984). Some scholars argued that the IPO underpricing is due to speculative appetites of investors that do not get an allocation of oversubscribed issues and try to buy the shares on the first day of trading, starting a bandwagon effect (Loughran & Ritter, 1997). Hot markets should stimulate these appetites. Gulati and Higgins (2003) also found that, in the biotechnology industry, ties to reputable underwriters are particularly beneficial to the IPO success during hot markets. We operationalized the hot market variable through the average underpricing of the last three IPOs preceding the IPO in case. We also included a stock market performance variable that measures the return of the stock market in the last 15 trading days before the IPO and a year dummy that takes the value “1” for 2000, “2” for 2001, etc. The year dummy controls for the Internet bubble that was still in full force in the first months of 2000 and for the ebbs and flows of the IPO market in the subsequent years.

The partial adjustment is the difference between the offer price and the midpoint of the initial price range set before bookbuilding, divided by the midpoint (Hanley, 1993). Logue, Rogalski, Seward, and Foster-Johnson (2002) argue that the reputation of the underwriters does not improve IPO performance directly, but only through their premarket activities, which are reflected in the partial adjustment but not in the underpricing. However, the adjustment of the offer price may also reveal periods of investor interest or other demand phenomena that are independent of the underwriter’s abilities.

We built a variable measuring the underwriter preferential treatment for institutional investors in the allocation stage of the IPO. Since underwriters are repeat players in the IPO market, they have an incentive to maintain strong ties with institutional investors, which may be interested in the short-term gains deriving from IPO underpricing. Aggarwal (2003) shows that a large percentage of the shares allocated to institutional investors are “flipped” (sold in the first few days after the IPO). Underwriters may want to underprice IPOs to allow institutional investors to reap these gains (Arthurs, Hoskisson, Busenitz, & Johnson, 2008). Italian IPO regulations require the IPO firm to disclose the division of shares between institutional and retail investors at three stages: the initial offer (before the road show); the requested shares (after the bookbuilding); and the assigned shares. We computed the proportion of shares assigned to institutional investors, divided by the proportion of shares initially offered to them. Values greater than one in this measure indicate that institutional investors received preferential treatment when the IPO was oversubscribed and the greenshoe was exercised.

The total proceeds of the IPO are a function of the offer price and the total number of shares offered. Smaller IPOs are expected to be more speculative than larger ones (Beatty & Ritter, 1986), while larger ones are expected to be

less volatile, so this variable should be inversely related to underpricing. We used a logarithmic transformation to avoid skewness.

The IPO literature has identified reputable auditors as potential antecedents of lower underpricing. The value of the signal lies in the fact that these auditors should be less subject to pressures by managers to certify a rosy picture of the firm financials. We included a binary variable that equals “1” when the firm was audited by one of the Big Six (then Big Four) auditors and “0” otherwise.

Analysis

Table 2 displays the correlation matrix, the means and the standard deviation. We examined the variance inflation factors (not reported) in order to test for multicollinearity; none of them approached the common threshold of 10 (Neter, Wasserman, & Kutner, 1990), so we concluded that multicollinearity is not an issue with our data.

Table 2. Correlation matrix and descriptives

Variables	Mean	s.d.	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	
1 Firm age (ln)	2.73	1.38																								
2 Firm earnings (millions)	15.68	42.28	.00																							
3 Firm assets (ln)	18.60	1.82	.29	.48																						
4 Number of risks	19.60	7.08	-0.02	.08	.14																					
5 Nuovo Mercato/Expandi	0.41	0.49	-.26	-.29	-.56	-.21																				
6 Directors' age	51.87	5.54	.32	.25	.40	.09	-.27																			
7 Directors' ind. experience	0.59	0.26	-.22	.13	-.15	-.10	.13	-.16																		
8 Directors' education	0.78	0.23	-.08	.18	.11	.14	-.18	.03	.02																	
9 Directors' memberships	2.28	3.84	-.07	.19	.18	.18	-.15	.06	.09	.12																
10 Share of independent directors	0.31	0.18	.12	-.05	.14	.03	-.15	.17	-.29	.08	-.10															
11 Dilution ratio	0.29	0.33	-.22	-.16	-.43	.01	.02	-.07	.12	.05	-.09	-.12														
12 Participation ratio	0.16	0.16	.13	.26	.44	.23	-.41	.02	.03	.00	.21	.07	-.41													
13 Underwriting fees	0.04	0.01	.00	-.42	-.58	-.27	.46	-.28	.10	-.12	-.13	-.12	.18	-.37												
14 Directors' ownership share	0.55	0.40	.00	-.14	-.26	.12	.19	-.20	.12	-.16	-.17	-.25	.07	-.18	.13											
15 Hot market	0.05	0.22	-.06	-.12	-.09	-.06	.13	-.10	.04	-.08	.00	.03	-.05	.02	.05	-.04										
16 Stock market performance	0.00	6.05	.06	-.02	.03	.05	-.15	.11	-.04	-.03	.03	.13	.05	.14	-.17	-.15	.20									
17 Year dummy	4.37	2.87	.10	.07	.17	.56	-.23	.19	.04	-.11	.17	-.08	.09	.33	-.36	.06	-.09	.13								
18 Partial adjustment	-0.06	0.14	.01	.05	-.05	.03	-.06	.03	.12	.03	.07	.03	-.03	.18	-.18	-.09	.15	.18	.23							
19 Preferential treatment inv.	1.00	0.25	.04	-.09	-.24	.01	.10	-.09	.18	-.16	-.01	-.10	.07	-.10	.15	.12	.24	-.05	.11	.11						
20 Total proceeds (ln)	18.26	1.21	-.06	.54	.61	.20	-.47	.18	-.06	.32	.27	.16	-.21	.46	-.50	-.19	-.05	-.04	.01	.15	-.21					
21 Big 6 / Big 4 auditor	0.62	0.49	-.08	.14	.03	-.07	-.04	.06	.11	.12	.14	-.01	.01	.08	-.15	-.15	.07	.15	-.08	-.14	-.10	.13				
22 Underwriter reputation	55.66	32.77	.08	.28	.49	.31	-.48	.14	-.08	.19	.33	.06	-.15	.38	-.33	-.11	.04	.09	.25	.05	-.17	.57	.08			
23 Underpricing	0.07	0.18	-.07	-.12	.18	-.06	.20	-.05	-.05	-.14	-.09	.06	-.05	-.06	.14	-.03	.41	.17	-.04	.10	.28	-.10	-.01	-.08		

N = 141. All the coefficients larger than |.16| are significant at the .05 level (2-tailed). All those larger than |.21| are significant at the .01 level (2-tailed). Industry dummies not included due to space limitations.

In the first step of the analysis, five models were tested with hierarchical regression analysis to test Hypotheses 1, 2a and 2b, which refer to the antecedents of being endorsed by a reputable underwriter (*underwriter reputation model*). The specification of the model, expressed in the reduced form, is:

$$UR_i = \alpha + \beta_1 DA_i + \beta_2 DE_i + \beta_3 DX_i + \beta_4 DM_i + \beta_5 ID_i + \delta_1 S_i + \delta_2 Z_i + \varepsilon_i$$

where i denotes observations. UR is the *underwriter reputation rank*, DA is the average *directors' age*, DE is the *directors' education* (percentage of directors with at least a bachelor degree), DX is the *directors' experience* (percentage of directors with experience in the industry), DM is the sum of *directors' memberships* in other listed firms, ID is the percentage of *independent directors* in the IPO firm, δ_1 and δ_2 are vectors of parameters, S is the vector of the variables that measure the firm's strength (logarithm of *firm age*, *firm earnings*, logarithm of *firm assets*, *number of risks* mentioned in the prospectus, listing on *Nuovo Mercato/Expandi*), and Z is the vector of the control variables, including *industry*, *participation ratio*, *dilution ratio*, average *directors' ownership share*, and *underwriting fees*. Finally, ε is the error term.

The results are displayed in Table 3 (industry dummies are included in the regressions but are not reported). Model 1 includes the control variables. As predicted by Habib and Ljungqvist (2001), the participation ratio is positively and significantly correlated with the reputation of the underwriter. The underwriter fees are negatively and significantly correlated with the reputation of the underwriter, a result that suggests that less reputable underwriters ask for higher fees.

Table 3. Determinants of underwriter reputation

Variables	Model 1 Controls	Model 2 Controls + Firm's strength	Model 3 Controls + board's human capital	Model 4 Controls + board's social capital	Model 5 Complete
Participation ratio	.31**	.16†	.34***	.27**	.16
Dilution ratio	.02	.04	.03	.05	.07
Directors' ownership share	-.02	.04	.02	.04	.08
Underwriting fees	-.21*	.10	-.16†	-.19*	.08
Firm age (ln)		-.08			-.05
Firm earnings		.03			.01

Variables	Model 1 Controls	Model 2 Controls + Firm's strength	Model 3 Controls + board's human capital	Model 4 Controls + board's social capital	Model 5 Complete
Firm assets (ln)		.36**			.35**
Number of risks		.20*			.16*
Nuovo Mercato/Expandi		-.28**			-.23**
Directors' age			.09		-.04
Directors' education			.19*		.09
Directors' ind. experience			-.08		-.03
Directors' memberships				.28***	.20**
Share of independent directors				.13	.06
R ² (adjusted R ²)	.19 (.14)	.38 (.31)	.23 (.16)	.27 (.21)	.42 (.33)
R ² (adjusted R ²) change	.19 (.14)	.19 (.17)	.04 (.02)	.08 (.07)	.23 (.19)
F	3.43***	5.42***	3.20***	4.34***	4.63***
F change	3.43***	7.49***	2.23†	7.01**	4.80***

N = 141. Industry dummies are included in the regressions but not reported.

*** p < .001

** p < .01

* p < .05

† p < .10

Model 2 adds the block of variables that measure the firm's strength. The statistical contribution of the block is significant and three single variables (assets, number of risks, market tier) are statistically significant. Assets and market tier exhibit the expected signs but the number of risks, surprisingly, is directly related to the reputation of the underwriter. In this model, the underwriting fees change their sign and cease to be statistically significant, while the coefficient of participation ratio decreases and becomes marginally significant. Model 3 adds to the control variables the block of variables that measure the board's human capital. This block is marginally significant and only the education of the board appears significantly and positively related to the reputation of the underwriter. In Model 4, the variables that measure the board's social capital are added. The block adds a statistically significant contribution to the control variables; the multiple board memberships variable has the expected sign and it is significantly related to the underwriter reputation.

In Model 5 all the variables are added. None of the control variables and the board's human capital variables is significant. Assets, number of risks,

market tier, and multiple board memberships retain their statistical significance and the previous sign. In summary, these results provide a substantial support for Hypothesis 1, which stated that stronger firms are more likely to obtain the endorsement of reputable underwriters and for Hypothesis 2b, which stated that the board's social capital helps the firm obtain such an endorsement. The support for Hypothesis 2a, which was about the effects of the board's human capital, is weak or non-existent.

To examine the relationship between the reputation of the underwriter and the underpricing, we had to correct the data for the potential endogeneity of this relationship. If underwriters screen low-quality IPO firms they are also avoiding incurring underpricing. In other terms, the relationship is non-recursive, because underwriter reputation is both a cause and an effect of underpricing. To deal with this endogeneity issue, we used a two-stage least squares regression (2SLS). The first stage required us to estimate a least-squares regression of underwriter reputation; the second stage involved using the predicted underwriter reputation from first-stage regression as an instrument in an ordinary least-squares (OLS) regression to verify the hypothesized relationship (Cameron & Trivedi, 2010). The regression equation of Model 5 (*underwriter reputation model*) was used as a first stage. The reduced-form specification of the second-stage model (*underpricing model*) was as follows:

$$U_i = \alpha + \beta_1 UR_i^* + \beta_2 DA_i + \beta_3 DE_i + \beta_4 DX_i + \beta_5 DM_i + \beta_6 ID_i + \delta_1 S_i + \delta_2 Z_i + \delta_3 W_i + \varepsilon_i$$

where i denotes observations. U is the *underpricing*, UR^* is the predicted underwriter reputation obtained from the first stage, DA , DE , DX , DM , and ID are the board-level variables previously defined, δ_1 , δ_2 , and δ_3 are vectors of parameters, S is the vector of the variables that measure the firm's strength (as in the underwriter reputation model), Z is the vector of the control variables of the first stage (as in the underwriter reputation model), and W is the set of the control variables of the second stage (*stock market performance, year, partial adjustment, logarithm of total proceeds, preferential treatment for institutional investors, hot market, big 6/big 4 auditor*). Again, ε is the error term.

Table 4 displays the results of the second stage. Table 4. Determinants of underpricing

Variables	OLS Model 6 Controls	OLS Model 7 Controls + firm's strength and board variables	OLS Model 8 Controls + underwri- ter reputation	2SLS Model 9 Controls + predicted underwri- ter reputation	2SLS Model 10 Complete (with predicted u.w. reputation)
Participation ratio	-.16	-.13	-.16	-.08	-.13
Dilution ratio	-.12	-.17	-.13	-.13	-.17
Directors' ownership share	-.06	-.08	-.06	-.08	-.08
Underwriting fees	.18†	.16	.19†	.15	.16
Stock market perfor- mance	.18*	.18*	.19*	.20*	.18*
Year dummy	.10	.18	.14	.17	.18
Partial adjustment	.12	.09	.11	.06	.09
Total proceeds (ln)	.15	.27*	.23*	.30*	.28†
Preferential treatment inst. inv.	.20*	.22*	.18*	.19*	.22*
Hot market	.27**	.26**	.28**	.26**	.26**
Big 6 / Big 4 auditor	-.02	-.02	-.02	-.04	-.02
Firm age (ln)		-.04			-.04
Firm earnings		.02			.02
Firm assets (ln)		-.18			-.18
Number of risks		-.08			-.08
Nuovo Mercato/Expandi		.06			.06
Directors' age		0.07			0.07
Directors' education		-0.02			-0.02
Directors' ind. experience		-0.13			-0.13
Directors' memberships		-0.14			-0.14
Share of independent di- rectors		-0.03			0.03
Underwriter reputation			-0.12		
Predicted underwriter re- putation				-0.28*	0.00
R ² (adjusted R ²)	.30 (.21)	.35 (.21)	.31 (.22)	.33 (.24)	.35 (.20)
R ² (adjusted R ²) change	.30 (.21)	.05 (.00)	.01 (.01)	.03 (.03)	.00 (-.01)
F	3.36***	2.40***	3.26***	3.59***	2.29***
F change	3.36***	.90	1.52	5.45*	.00

N = 141. Industry dummies are included in the regression but not reported.

*** p < .001

** p < .01

* p < .05

† p < .10

Model 6 includes both the control variables used for underwriter reputation and those that are specific to underpricing. The model is statistically significant; the stock market performance in the 15 trading days before the IPO, the hot market variable, and the preferential treatment for institutional investors were also significant and positively related to underpricing, as expected. The underwriting fees are marginally related to higher underpricing. Model 7 shows the consequences of adding the variables that we used to predict the underwriting reputation; none of them is statistically significant, nor is their contribution as a whole. In Models 8 and 9 we substitute these variables with, respectively, the underwriter reputation (with no correction for endogeneity) and the second-stage predicted underwriter reputation. While the former is not statistically significant, the latter is, even though its contribution to variance is small. As shown in Model 10, the effect of this variable ceases to be significant once we control for the determinants of underwriter reputation. In summary, the results show that the underwriter reputation is negatively related to underpricing but our Hypothesis 3, which stated that underwriter reputation had incremental effects over and above the firm's strength and the human and social capital of the board, does not find support.

4. Discussion and conclusion.

The main objective of our paper was to analyze the factors that allow an IPO firm to enlist the services of a reputable underwriter. We assumed that the underwriters want to avoid mispricing (both underpricing and overpricing) and screen their clients according to their riskiness and legitimacy, usually having access to more information than is available to investors. Our study confirms that it is the underwriter that chooses which IPO firms it wants to endorse. The presumed firm owners' incentives to look for reputable underwriters turned out to be not statistically significant once we controlled for the firm traits or for the market tier in which the IPO is floated. The size of the firm was the single most important antecedent of the reputation of the underwriter; since larger firms are less risky, their need to reduce information asymmetries is lower than in smaller firms; the fact that larger firms listed in the main market are associated with more reputable underwriters suggests that the services of these underwriters are won through a beauty contest.

A further confirmation that the underwriter chooses the IPO firms is that the underwriting fees in Model 1 are negatively related to the underwriter reputation, a result that is in line with previous studies that found that less reputable underwriters ask for higher spreads (Chen & Mohan, 2002). The relationship between fees and underwriter reputation tended to disappear after we included the IPO firm's strength variables. This is evocative of a

segmentation of the underwriting market where weak (low-quality) firms are underwritten by low-reputation investment banks, and strong (high-quality) firms are underwritten by high-reputation ones. Fees reflect the riskiness of the issue, not the quality of the services provided by the underwriter.

An unexpected finding was that the number of risks mentioned in the prospectus, which IPO research has always considered a measure of firm riskiness, is negatively related to the reputation of the underwriter. We explain this finding with the circumstance that the underwriter, that assists its clients in writing the prospectus, is interested in protecting itself against reputation losses and liability causes that can derive from incomplete or deceitful statements (Tinic, 1998). The higher the reputation of the underwriter, the stronger its incentives to pressure the IPO firm to fully disclose the risks to which it is exposed (De Lorenzo & Fabrizio, 2001). Therefore, we argue that the number of risks may not reflect the riskiness of the firm but the type of underwriters that assist the firm in writing the prospectus. As a consequence, the robust empirical result that the number of risks is negatively related to underpricing (Beatty & Zajac, 1994) should not be interpreted as evidence of a causal relation between the two variables, but that the two are simultaneously determined by reputable underwriters.

We tried to extend previous studies on the antecedents of reputable underwriter endorsements by investigating the effects of the human and social capital in the board of the IPO firm. Our study showed that the impact of human capital is low or non-significant, while social capital (in the form of multiple board memberships) appears to be a strong predictor of the endorsement of a reputable underwriter. We suggest that more analyses are needed on both constructs, since there are potential missing variable issues with both of them. For example, Zimmermann (2008) showed that the board heterogeneity influences the IPO performance and Kroll, Walters, and Le (2007) suggested that outside directors with a consultant role have a greater impact on the IPO firm than those with a monitoring role. As to the board's human capital, it is possible that industry-specific measures (as in Higgins & Gulati, 2003) are more relevant than the generic measures of education and experience we used in our study. Research is also needed on other types of board variables and the role of TMT and the firm upper echelons in obtaining the endorsement of reputable underwriters.

An important result of our study is that the firm-level variables that predicted the endorsement of a reputable underwriter were not significantly related to the underpricing. This result confirms that the roles played by such variables in the underwriting and the placement market are not equivalent. Even assets, which strongly predict the reputation of the underwriter and that IPO research has usually found to be related to underpricing (Daily, Certo, Dalton, & Roengpitya, 2003), ceased to be significant in the placement market when adding proper control variables.

Our study did not confirm that the underwriter reputation has clear

uncertainty-reducing effects in the placement market. This result mimics the findings on IPO data from the 1990s that showed that the reputation of the underwriter was not significantly related to underpricing. Among the many possible explanations (including methodological issues with the proxies used in the literature and in our study to measure reputation), we suggest that, in contrast with dominant theories and with our Hypothesis 3, the underwriter could be more an information mediator between the IPO firm and the investors than a certifier of the quality of the issue. Our Models 5 and 9, respectively, satisfy the two central requirements of statistical mediation (Baron & Kenny, 1986): the mediated variables (firm's strength, board's social capital) are significantly related to the mediator (underwriter reputation) and the mediator is significantly related to the dependent variable (underpricing). Our data do not satisfy the other two requisites (the mediated variables should be significantly related to the dependent variable; this relationship should disappear after controlling for the mediator). Proposals for relaxing these two requisites have been advanced (e.g. Williams, Vandenberg, & Edwards, 2009), but we do not delve into this issue here. Pollock, Chen, Jackson, and Hambrick (2010) have discussed the possibility that underwriters act as conduits through which prestigious directors and other forms of prestige create value for the IPO firm.

As with any empirical research, our study has some limitations. We collected our sample in the Italian stock exchange, where the IPO market is relatively small, the underwriter market is concentrated and information asymmetries are presumably higher than in larger markets. Moreover, differences in legal systems or national institutions may impact on corporate governance at the firm and the market level. Therefore, extraneous country-specific variables not included in our study may confound the findings we obtained, which limits the generalizability of our results. At the same time we think that collecting data from institutional settings other than North America, where most of the studies on IPOs have been conducted, contributes to a more general understanding of the IPO process.

A final limitation is that we did not include the presence of venture capitalists among the firm's owners in the control variables. It is known that venture capitalists can lend reputational capital to the IPO firm and have multiple relationships with underwriters and other investors (Bruton, Filatotchev, Chahine, & Wright, 2010). Unfortunately, our sample did not provide enough variation in this dimension, because venture capital is rare in Italy and only a few firms had venture capitalists among their pre-IPO owners.

Even with these limitations, we believe that our study represents a step in understanding the different factors that contribute to underpricing and delineates a promising path for research on the role played by underwriters in the IPO process. Our study also suggests that adding social capital to the board (i.e., new well-connected directors with memberships in other listed

firms) before the IPO is an important way for firms to improve the likelihood of a successful placement.

References

- AGGARWAL, R., *Allocation of initial public offerings and flipping activity*, Journal of Financial Economics 68(1)/2003, p. 11ff.
- AKERLOF, G., *The market for 'lemons': quality uncertainty and the market mechanism*, Quarterly Journal of Economics 84(3)/1970, p. 488ff.
- ARTHURS, J.D., BUSENITZ, L.W., HOSKISSON, R.E. & JOHNSON, R.A., *Firm-specific human capital and governance in IPO firms: Addressing agency and resource dependence concerns*, Entrepreneurship Theory & Practice 33(4)/2009, p. 845ff.
- ARTHURS, J.D., HOSKISSON, R.E., BUSENITZ, L.W. & JOHNSON, R.A., *Managerial agents watching other agents: Multiple agency conflicts regarding underpricing in IPO firms*, Academy of Management Journal 51(2)/2008, p. 277ff.
- BARON, R.M. & KENNY, D.A., *The moderator-mediator variable distinction in social psychological research - conceptual, strategic, and statistical considerations*, Journal of Personality and Social Psychology 51(6)/1986, p. 1173ff.
- BEATTY, R.P. & RITTER, J.R., *Investment banking, reputation and the underpricing of initial public offerings*, Journal of Financial Economics 15(1-2)/1986, p. 213ff.
- BEATTY, R.P. & ZAJAC, E.J., *Managerial incentives, monitoring, and risk bearing: A study of executive compensation, ownership, and board structure in initial public offerings*, Administrative Science Quarterly 39(2)/1994, p. 313ff.
- BOOTH, J.R. & CHUA, L., *Ownership dispersion, costly information, and IPO underpricing*, Journal of Financial Economics 41(2)/1996, p. 291ff.
- BRUTON, G.D., FILATOTCHEV, I., CHAHINE, S., & WRIGHT, M., *Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: the impact of different types of private equity investors and institutional environments*, Strategic Management Journal 31(5)/2010, p. 491ff.
- CAMERON, A.C., & TRIVEDI, P.K., *Microeconometrics using Stata*, Stata Press 2010.
- CARTER, R.B. & MANASTER, S., *Initial public offerings and underwriter reputation*, Journal of Finance 45(4)/1990, p. 1045ff.
- CARTER, R.B., DARK, F., & SINGH, A., *Underwriter reputation, initial returns and the long-run performance of IPO stocks*, Journal of Finance 53(1)/1998, p. 285ff.
- CERTO, S.T., HOLCOMB, T.R. & HOLMES, R.M., *IPO research in management and entrepreneurship: Moving the agenda forward*, Journal of Management 35(6)/2009, p. 1340ff.
- CERTO, S.T., *Influencing initial public offering investors with prestige: Signaling with board structures*, Academy of Management Review 28(3)/2003, p. 432ff.
- CHAHINE, S. & FILATOTCHEV, I., *The effects of information disclosure and board independence on IPO discount*, Journal of Small Business Management 46(2)/2008, p. 219ff.
- CHAHINE, S., FILATOTCHEV, I., & ZAHRA, S.A., *Building Perceived Quality of Founder-Involved IPO Firms: Founders' Effects on Board Selection and Stock Market Performance*, Entrepreneurship Theory & Practice 35(2)/2011, p. 319ff.
- CHEMMANUR, T.J. & FULGHIERI, P., *Investment bank reputation, information production, and financial intermediation*, Journal of Finance 49(1)/1994, p. 57ff.
- CHEN, C.R. & MOHAN, N.J., *Underwriter spread, underwriter reputation, and IPO under-*

- pricing: A simultaneous equation analysis, *Journal of Business Finance and Accounting* 29(3-4)/2002, p. 521ff.
- CHEN, G., HAMBRIK, D.C., & POLLOCK, T.G., *Puttin' On the Ritz: Pre-IPO Enlistment of Prestigious Affiliates as Deadline-Induced Remediation*, *Academy of Management Journal* 51(5)/2008, p. 954ff.
- CHEN, H. & RITTER, J.R., *The seven percent solution*, *Journal of Finance* 55(3)/2000, p. 1105ff.
- COHEN, B.D. & DEAN, T.J., *Information asymmetry and investor valuation of IPOs: Top management team legitimacy as a capital market signal*, *Strategic Management Journal* 26(7)/2005, p. 683ff.
- CONNELLY, B.L., CERTO, S.T., IRELAND, R.D. & REUTZEL, C.R., *Signaling theory: A review and assessment*, *Journal of Management* 37(1)/2011, p. 39ff.
- DAILY, C.M., CERTO, S.T., DALTON, D.R., & ROENGPITYA, R., *IPO underpricing: A meta-analysis and research synthesis*, *Entrepreneurship Theory & Practice* 27(3)/2003, p. 271ff.
- DE LORENZO, M. & FABRIZIO, S., *Asymmetric information and the role of the underwriter, the prospectus and the analysts in the underpricing of IPOs. The Italian case*, 2001, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=279251>.
- DUNBAR, C., *Factors affecting investment bank initial public offering market share*, *Journal of Financial Economics* 55(1)/2000, p. 3ff.
- FERNANDO, C.S., GATCHEV, V.A., & SPINDT, P.A., *Wanna dance? How firms and underwriters choose each other*, *Journal of Finance* 60(5)/2005, p. 2437ff.
- FERNANDO, C.S., GATCHEV, V.A., MAY, A.D., & MEGGINSON, W.L., *Prestige without purpose? Reputation, differentiation, and pricing in US equity underwriting*, *Journal of Corporate Finance* 32/2015, p. 41ff.
- FILATOTCHEV, I. & BISHOP, K., *Board composition, share ownership, and "underpricing" of U.K. IPO firms*, *Strategic Management Journal* 23(10)/2002, p. 941ff.
- GILSON, S.C., *Management turnover and financial distress*, *Journal of Financial Economics* 25(2)/1989, p. 241ff.
- GULATI, R. & HIGGINS, M.C., *Which ties matters when? The contingent effect of interorganizational partnerships on IPO success*, *Strategic Management Journal* 24(2)/2003, p. 127ff.
- HABIB, M.A. & LJUNGQVIST, A., *Underpricing and entrepreneurial wealth losses in IPOs: theory and evidence*, *Review of Financial Studies* 14(2)/2001, p. 433ff.
- HANLEY, K.W., *The underpricing of initial public offerings and the partial adjustment phenomenon*, *Journal of Financial Economics* 34(2)/1993, p. 231ff.
- HIGGINS, M.C. & GULATI, R., *Getting off to a good start: The effects of upper echelon affiliation on underwriter prestige*, *Organization Science* 14(3)/2003, p. 244ff.
- HILLMAN, A.J. & DALZIEL, T., *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives*, *Academy of Management Review* 28(3)/2003, p. 383ff.
- JUDGE, W.Q., WITT, M.A., ZATTONI, A. et al. *Corporate governance and IPO underpricing in a cross-national sample: A multilevel knowledge-based view*, *Strategic Management Journal* 36(8)/2015, p. 1174ff.
- KOR, Y.Y. & MISANGYI, V.F., *Outside directors' industry-specific experience and firms' liability of newness*, *Strategic Management Journal*, 29(12)/2008, p. 1345ff.
- KOR, Y.Y. & SUNDARAMURTHY, C., *Experience-based human capital and social capital of outside directors*, *Journal of Management* 35(4)/2009, p. 981ff.
- KROLL, M., WALTERS, B.A., & LE, S.A., *The impact of board composition and top manage-*

- ment ownership structure on post-IPO performance in young entrepreneurial team*, Academy of Management Journal 50(5)/2007, p. 1198ff.
- LJUNGQVIST, A., IPO underpricing. In B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance*, Elsevier 2007.
- LOGUE, D.E., ROGALSKI, R.J., SEWARD, J.K., & FOSTER-JOHNSON, L., *What is special about the roles of underwriter reputation and market activities in initial public offerings?* Journal of Business 75(2)/2002, p. 213ff.
- LOUGHRAN, T. & RITTER, J., *The operating performance of firms conducting seasoned equity offerings*, Journal of Finance 52(5)/1997, p. 1823 ff.
- LOUGHRAN, T. & RITTER, J., *Why has IPO underpricing changed over time?*, Financial Management 33(3)/2004, p. 5ff.
- LOWRY, M., OFFICER, M.S. & SCHWERT, W., *The variability of IPO initial returns*, Journal of Finance 65(2)/2010, p. 425ff.
- LYNALL, M.D., GOLDEN, B.R. & HILLMAN, A.J., *Board composition from adolescence to maturity: A multitheoretic view*, Academy of Management Review 28(3)/2003, p. 416ff.
- MEGGINSON, W. & WEISS, K.A., *Venture capitalist certification in initial public offerings*, Journal of Finance 46(3)/1991, p. 879ff.
- MIZRUCHI, M.S., *What do interlocks do? An analysis, critique and assessment of research on interlocking directorates*, Annual Review of Sociology 22/1996, p. 271ff.
- NETER, J., WASSERMAN, W., KUTNER, M.H., *Applied linear statistical models*, Irwin 1990.
- PARK, H.D. & PATEL, P.C., *How Does Ambiguity Influence IPO Underpricing? The Role of the Signalling Environment*, Journal of Management Studies 52(6)/2015, p. 796ff.
- POLLOCK, T.G. & RINDOVA, V.P., *Media legitimation effects in the market for initial public offerings*, Academy of Management Journal 46(5)/2003, p. 631ff.
- POLLOCK, T.G., CHEN, G., JACKSON, E.M., & HAMBRICK, D.C., *How much prestige is enough? Assessing the value of multiple types of high-status affiliates for young firms*, Journal of Business Venturing 25(1)/2010, p. 6ff.
- RAVASI, D. & MARCHISIO, G., *Going public and the enrichment of a supportive network: Some evidence from Italian initial public offerings*, Small Business Economics 21(4)/2003, p. 381ff.
- REUER, J.J. & TONG, T.W., *Discovering valuable growth opportunities: An analysis of equity alliances with IPO Firms*, Organization Science 21(1)/2010, p. 202ff.
- RITTER, J.R., *The hot issue market of 1980*, Journal of Business 57(2)/1984, p. 215ff.
- RITTER, J.R., *The long-run performance of initial public offerings*, Journal of Finance 46(1)/1991, p. 3ff.
- ROCK, K., *Why new issues are underpriced*, Journal of Financial Economics 15(1-2)/1986, p. 187ff.
- SANDERS, W.G. & BOIVIE, S., *Sorting things out: Valuation of new firms in uncertain markets*, Strategic Management Journal 25(2)/2004, p. 167ff.
- STINCHCOMBE, A., Social structure and organizations. In J. G. March (Ed.), *Handbook of organizations* (p. 42ff.). Rand McNally 1965.
- STUART T.E., HOANG, H., & HYBELS, R.C., *Interorganizational endorsements and the performance of entrepreneurial ventures*, Administrative Science Quarterly 44(2)/1999, p. 315ff.
- SUCHMAN, M.C., *Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches*, Academy of Management Review 20(3)/1995, p. 571ff.
- TINIC, S., *Anatomy of initial public offerings of common stock*, Journal of Finance 43(4)/1988, p. 789ff.

- WILLIAMS, L.J., VANDENBERG, R.J., & EDWARDS, J.R., *Structural equation modeling in management research: A guide for improved analysis*, Academy of Management Annals 3/2009, p. 543ff.
- ZIMMERMANN, M.A., *The influence of top management team heterogeneity on the capital raised through an initial public offering*, Entrepreneurship Theory & Practice, 32(3)/2008, p. 391ff.

**PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI
E INTERNAZIONALI**

**LA PREVALENZA DELLA SOSTANZA SULLA FORMA:
UN DECRETO, DUE FATTI, TRE CONSIDERAZIONI, IL RISCHIO
DI BILANCI DIFFORMI TRA LORO**

di MICHELE CASÒ

1. Un decreto.

Questo intervento prosegue l'analisi della modifiche al Codice Civile introdotte dal D.Lgs. n. 139 del 18 Agosto 2015 (con decorrenza dagli esercizi che iniziano dopo il 1 Gennaio 2016).

In particolare, oggetto del presente intervento è il principio di prevalenza della sostanza sulla forma e la (rivoluzionaria, ad avviso di chi scrive) portata dell'introduzione di tale principio nel nostro ordinamento.

L'intervento prende le mosse da due fatti e da tre considerazioni e prosegue descrivendo (con concreti esempi tratti dall'esperienza professionale del sottoscritto) il rischio che una non corretta lettura del principio di prevalenza della sostanza sulla forma possa condurre a bilanci non corretti.

2. Due fatti.

PRIMO FATTO. Il D.Lgs. n. 139 del 18 Agosto 2015 ha, tra l'altro modificato l'art. 2423-bis del Codice Civile:

— eliminando la previsione per la quale “*la valutazione delle voci*” deve essere fatta, tra l'altro, “*tenendo conto della funzione economica dell'elemento dell'attivo o del passivo considerato*”;

— introducendo la previsione per la quale “*la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto*”.

SECONDO FATTO. Sul Il Sole 24 Ore del 3 Marzo 2016 (nella sezione “Norme e Tributi”, a pag. 49) si legge, tra l'altro:

— che l'introduzione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma "*non costituisce una novità*";

— che tale principio "*non sarà applicato a trecentosessanta gradi*" in quanto "*ipotesi non percorribile con riferimento al quadro giuridico nazionale*";

— che tale principio "*sarà declinato dai principi contabili, essendo rivolto prioritariamente allo standard setter nazionale, ovvero all'Oic*".

3. Tre considerazioni.

Ad avviso del sottoscritto, alla nuova declinazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma potrebbe essere data una lettura diversa da quella "restrittiva" proposta su Il Sole 24 Ore del 3 Marzo 2016.

Ciò per le tre considerazioni illustrate di seguito.

PRIMA CONSIDERAZIONE. La nuova declinazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma rappresenta una novità nel panorama giuridico nazionale ed è in discontinuità con il passato.

In primo luogo, in quanto il nuovo principio, è stato "spostato" dal n. 1 dell'art. 2423-*bis* al nuovo n. 1-*bis*, assumendo una dignità propria.

In secondo luogo, in quanto il precedente principio della "*funzione economica*" era uno degli elementi da tenere in considerazione nella "*valutazione*" delle voci di bilancio (insieme al principio della prudenza e della prospettiva della continuazione dell'attività), mentre il nuovo principio della "*sostanza dell'operazione*" deve essere tenuto in considerazione nella "*rilevazione e la presentazione*" delle voci di bilancio.

"*Valutare*" una voce di bilancio è cosa ben diversa da "*rilevare e presentare*" un accadimento economico.

Nel processo di formazione del bilancio, infatti:

— prima, si stabilisce quando un accadimento economico deve essere rilevato (nel gergo dei principi contabili internazionali, si tratta della *recognition*);

— poi, si decide quali conti devono essere movimentati e come deve essere presentato tale accadimento economico (nel gergo dei principi contabili internazionali, si tratta della *presentation*);

— ad esito dei passaggi che precedono, si stabilisce come deve essere "misurato" o valutato tale accadimento (nel gergo dei principi contabili internazionali, si tratta del *measurement*);

— infine (per completezza, anche se non di interesse in questa sede), si individuano le informazioni relative a tale accadimento da fornire in nota integrativa (nel gergo dei principi contabili internazionali, si tratta della *disclosure*).

Pertanto, anche a voler ammettere che i concetti di "*funzione economica*" e "*sostanza dell'operazione*" siano equivalenti (sul punto il sottoscritto ha

qualche dubbio), il fatto che il nuovo art. 2423-*bis* imponga di avere riguardo alla “sostanza dell’operazione” nella “rilevazione e la presentazione” delle voci di bilancio e non nella “valutazione” delle stesse rappresenta certamente una novità.

SECONDA CONSIDERAZIONE. È difficile (anche da un punto di vista logico) essere d’accordo con l’affermazione che il nuovo principio della prevalenza della sostanza sulla forma “non sarà applicato a trecentosessanta gradi” in quanto “ipotesi non percorribile con riferimento al quadro giuridico nazionale”.

Ciò per la semplice osservazione che il D.Lgs. n. 139 del 18 Agosto 2015 ha modificato il Codice Civile (nei termini sopra indicati), con la conseguenza che ora il principio della “sostanza dell’operazione” fa parte del quadro giuridico nazionale.

TERZA CONSIDERAZIONE. La parte del Codice Civile che stiamo commentando non è rivolta “prioritariamente” all’Oic.

I primi destinatari delle norme in commento sono i redattori del bilancio (che le devono applicare) e gli organi deputati al controllo dei bilanci (che devono verificarne la corretta applicazione).

Certamente, tale novità è rivolta anche all’Oic (che, infatti, sta lavorando all’aggiornamento dei principi contabili nazionali).

3. Il rischio di bilanci difformi tra loro.

La predisposizione del bilancio non è indifferente alla circostanza che si propenda per la lettura “restrittiva” proposta su Il Sole 24 Ore oppure per la lettura “organica” proposta dal sottoscritto.

Di seguito si offrono alcuni esempi.

3.1. La “falsa” vendita.

Nel settore dell’*automotive* sono (certamente stati) particolarmente diffusi contratti noti come “vendita con *buy back*”. In base a tali contratti, esemplificando, un’auto viene venduta oggi al prezzo di 100 per essere riacquistata dopo tre anni al prezzo di 70. Si tratta di contratti che hanno una precisa funzione economica e vengono stipulati con specifici clienti (tipicamente, le società di autonoleggio).

Tradizionalmente, tali contratti vengono rilevati contabilmente come segue:

- al momento della vendita, il costo dell’auto viene eliminato dalla voce “Rimanenze” e imputato a Conto Economico nel costo del venduto;
- l’importo incassato viene rilevato in contropartita di un ricavo;
- nelle note al bilancio si indica l’impegno al riacquisto.

In applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma,

invece, non si può evitare di osservare che l'operazione è assimilabile ad un noleggio dell'auto per tre anni per un compenso complessivo di 30.

Conseguentemente:

— il costo dell'auto non può alimentare la voce "Rimanenze" in quanto destinata ad accogliere solo i beni destinati alla vendita e non quelli destinati all'affitto a terzi;

— il costo dell'auto deve essere iscritto tra le "Immobilizzazioni Materiali" (come tutti i beni acquistati ed affittati) e sottoposto ad ammortamento;

— al momento della vendita, l'importo incassato (100) viene rilevato in contropartita di un debito per il riacquisto a termine (70, prescindendo da eventuali attualizzazioni), di un ricavo per l'affitto del primo anno (10) e di un risconto passivo per i ricavi di competenza degli anni successivi (20).

Seguendo la lettura "restrittiva" proposta su Il Sole 24 Ore e commentata in apertura si giungerebbe ad una simile conclusione solo nel caso fosse emanato uno specifico principio contabile nazionale che disciplinasse esplicitamente come contabilizzare l'operazione esaminata.

Seguendo la lettura "organica" proposta nel presente articolo, invece, la contabilizzazione "sostanziale" sarebbe obbligatoria anche in assenza di uno specifico principio contabile nazionale, in quanto sarebbe sufficiente la previsione del Codice Civile per la quale *"la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto"*.

3.2. Il controllo "nascosto".

A volte una società (ad esempio, la Società A) desidera acquisire una partecipazione totalitaria in un'altra società (ad esempio, la Società B) evitando di dover "dichiarare" l'acquisto del controllo e di dover consolidare la partecipata per un certo periodo di tempo (ad esempio, un anno).

Uno degli schemi tradizionalmente utilizzati per raggiungere tale scopo è il seguente.

In una serie di transazioni contestuali e funzionalmente collegate:

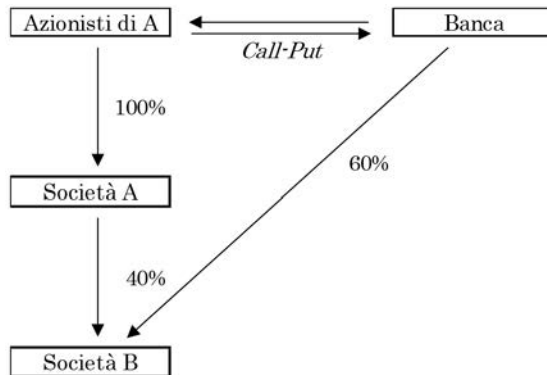
— la Società A acquista il 40% della Società B per Euro 40;

— una Banca acquista il rimanente 60% della Società B per Euro 60;

— la Società A acquista una opzione *call* dalla Banca sul 60% delle azioni della Società B, mentre la Banca vende una opzione *put* ad A sulle medesime azioni;

— le opzioni scambiate sono di tipo europeo, con scadenza a un anno, hanno il medesimo *strike price*, pari ad Euro 60 maggiorato del 5% all'anno, tasso in linea con gli interessi di mercato al momento dell'accordo;

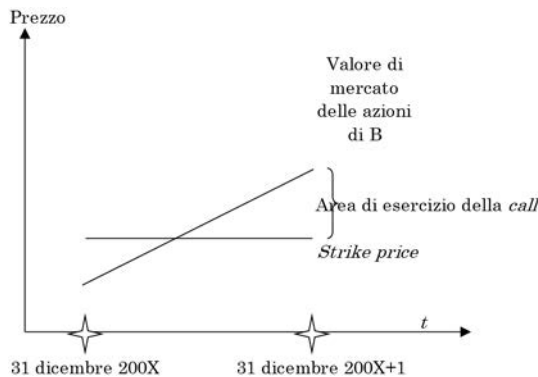
— la *governance* della Società B prevede maggioranze qualificate (superiori al 60%) per l'assunzione di determinate decisioni.

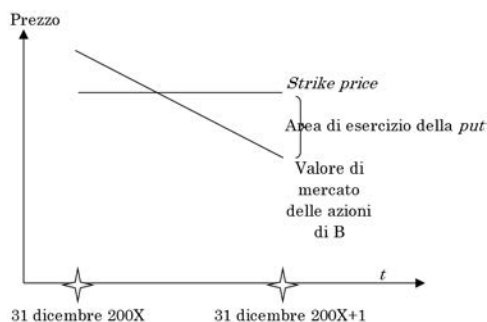


Apparentemente, la Società A potrebbe dichiarare di non avere il controllo della Società B in quanto una partecipazione di maggioranza assoluta fa capo ad altro soggetto.

D'altra parte, la sostanza economica dell'accordo tra la Società A e la Banca è quella di un finanziamento (e, di conseguenza, come tale deve essere contabilizzato). Vediamo perché.

Una prima fondamentale caratteristica dell'accordo consiste nella circostanza che, alla scadenza delle opzioni, una di esse sarà sicuramente esercitata. Infatti, qualora il valore di mercato delle azioni di B sia superiore allo *strike price*, la società A eserciterà la *call*. In caso contrario, la Banca eserciterà la *put*. Il trasferimento del 60% delle azioni di B, è dunque certo (non a caso una simile combinazione di opzioni viene considerata, da un punto di vista finanziario, un *synthetic forward* cioè un'operazione a termine).





In secondo luogo, alla luce del meccanismo di determinazione del prezzo di esercizio delle opzioni, appare chiaro come l'azionista della Società B non subisca le conseguenze economiche derivanti dall'andamento delle azioni di B ma sia unicamente esposto ad un rischio finanziario (costituito da un rendimento a tasso fisso, per un periodo di tempo determinato, al termine del quale la proprietà della partecipazione sarà trasferita alla Società A).

Da un punto di vista sostanziale, l'accordo sottoscritto dall'azionista della Società B equivale alla vendita dell'intera partecipazione in B ad A in data 31 dicembre 200X, con pagamento differito del prezzo, ed il riconoscimento di un interesse in linea con il mercato. Analogamente, dal punto di vista della Società A, la sostanza economica dell'accordo è equivalente alla sottoscrizione di un prestito per l'acquisto del 60% di B.

Se l'accordo tra le parti ha natura di finanziamento, come tale deve essere rilevato in bilancio, con la conseguenza che la società A deve essere considerata l'acquirente del 100% della Società B già dal 31 dicembre 200X.

Non siamo quindi in presenza di strumenti finanziari derivati (le opzioni *put* e *call*) da misurare a *fair value*, ma di una fattispecie sostanzialmente diversa.

Anche in questo caso, seguendo la lettura "restrittiva" commentata in apertura si giungerebbe ad una simile conclusione solo in presenza di uno specifico principio contabile nazionale che disciplinasse esplicitamente come contabilizzare l'operazione esaminata.

Ad avviso del sottoscritto, invece, è sufficiente il nuovo n. 1-*bis* dell'art. 2423-*bis* per imporre la rappresentazione sostanziale dell'accordo descritto.

3.3. Il "finto" derivato.

È fatto noto che un tempo se una società aveva un finanziamento (ad esempio) a tasso variabile e desiderava sostituire il tasso variabile con un tasso fisso, doveva rivolgersi ad una banca e realizzare le seguenti transazioni:

- prendere a prestito dalla banca danaro al tasso fisso prescelto;

— prestare il medesimo importo alla banca ad un tasso variabile pari a quello sul finanziamento passivo in essere.

Per effetto di tali transazioni:

— nello Stato Patrimoniale apparivano due finanziamenti passivi (quello originario, a tasso variabile e quello nuovo, a tasso fisso) ed un finanziamento attivo (a tasso variabile);

— nel Conto Economico si rilevavano gli interessi passivi sul nuovo finanziamento a tasso fisso, mentre gli interessi passivi sul vecchio finanziamento passivo a tasso variabile si compensavano con gli interessi attivi sul nuovo finanziamento a tasso variabile.

Successivamente, ci si rese conto che lo scambio tra tasso fisso e variabile poteva essere realizzato senza la sottoscrizione reciproca di due finanziamenti, essendo sufficiente che le parti si impegnassero a scambiarsi (su un capitale nozionale concordato) un tasso fisso ed un tasso variabile.

Nacque così il primo *interest rate swap*, oggi noto e diffuso strumento finanziario derivato.

Da un punto di vista contabile, non essendo previsto alcuno scambio di denaro al momento della stipula del contratto, gli *interest rate swap* non venivano (generalmente) rilevati in bilancio. Tali contratti erano infatti noti come “operazioni fuori bilancio”.

Come si è ricordato su questa Rivista nel n. 1 2016, dal 2016 tutti i derivati dovranno essere rilevati in bilancio e valutati a *fair value*. Lo stesso non accadrà per i finanziamenti, che continueranno a trovare rappresentazione in bilancio al valore nominale (più precisamente, al costo ammortizzato, ma poco cambia).

Di conseguenza, apparentemente, una società che desidera spostarsi (per proseguire l'esempio) da un tasso variabile ad un tasso fisso potrebbe pensare di avere di fronte una scelta contabile:

— se sottoscrive un *interest rate swap*, dovrà misurare lo strumento a *fair value* ad ogni data di bilancio;

— se esegue la medesima transazione “alla vecchia maniera”, rileverà un finanziamento attivo ed uno passivo, misurandoli entrambi al costo.

Questo tema è noto da anni ai principi contabili internazionali (per i quali i derivati si misurano a *fair value* e i finanziamenti al costo ammortizzato). Onde evitare indebiti arbitraggi contabili, in applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, i principi contabili internazionali hanno da tempo introdotto una norma “antielusiva” (riportata nel *box* in calce al presente articolo) per la quale (a certe condizioni) due finanziamenti “compensati” devono essere considerati e misurati come se fossero un derivato.

Dal 2016 in Italia, anche in assenza di una simile specifica previsione dei principi contabili nazionali, sarà (a mio avviso) possibile sostenere che in applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma (a certe condizioni) due finanziamenti compensati devono essere considerati e misurati come se fossero un derivato.

Ciò anche in assenza di una specifica previsione dei principi contabili nazionali, circostanza invece necessaria se si propende per la lettura “restrittiva” del tema in commento.

4. Come comportarsi?

Con gli esempi che precedono si è cercato di dimostrare come forma e sostanza possono differire anche significativamente.

La predisposizione del bilancio, quindi, non sarà indifferente alla circostanza che si propenda per la lettura “restrittiva” proposta su Il Sole 24 Ore oppure per la lettura “organica” proposta dal sottoscritto.

Onde evitare il rischio che si producano bilanci difformi tra loro pur in presenza di transazioni del tutto simili o identiche, è auspicabile che l’Oic non solo aggiorni i principi contabili esistenti, ma integri gli stessi con principi del tutto nuovi.

Certamente l’Oic predisporrà un nuovo principio contabile in materia di derivati di copertura e speculativi. Ulteriori aree di intervento potrebbero includere il riconoscimento dei ricavi e le *business combinations*.

Speriamo.

IAS 39 Strumenti finanziari: Rilevazione e valutazione	
Guida Applicativa	<p>B.6 Definizione di derivato: finanziamenti compensati</p> <p>L’entità A fa un finanziamento di durata quinquennale a tasso fisso a favore dell’entità B, e simultaneamente B fa un finanziamento a tasso variabile di durata quinquennale dello stesso importo a favore di A. Non sussistono trasferimenti di capitale all’inizio dei due finanziamenti, poiché A e B hanno un accordo di compensazione. Può un derivato essere considerato secondo lo IAS 39?</p> <p>Si. Questo contratto corrisponde alla definizione di derivato (ovvero, esiste una variabile sottostante, non richiede un investimento netto iniziale o richiede un investimento netto iniziale che sia minore di quanto sarebbe richiesto per altri tipi di contratti da cui ci si aspetterebbe una risposta simile a cambiamenti di fattori di mercato ed è regolato a data futura). L’effetto contrattuale dei finanziamenti è equivalente a un contratto di <i>interest rate swap</i> senza investimento netto iniziale. Le operazioni non individuabili come derivati sono aggregate e trattate come un derivato quando le operazioni hanno come risultato, nella sostanza, un prodotto derivato. Alcuni indicatori di tali operazioni potrebbero essere:</p> <ul style="list-style-type: none"> • che essi siano sottoscritti contemporaneamente e che siano tra essi correlati • che abbiano la stessa controparte • che si riferiscano allo stesso rischio • che non sussista alcuna esigenza economica evidente o finalità commerciale sostanziale per strutturare separatamente le operazioni che non possa essere stata conseguita anche con una singola operazione. <p>La stessa risposta sarebbe valida anche se le Entità A e B non avessero un accordo di compensazione, perché la definizione di uno strumento derivato nello IAS 39.9 non richiede un regolamento netto.</p>

IL TRATTAMENTO CONTABILE DELLE SCISSIONI “INVERSE”: CRITICITÀ ALLA LUCE DEGLI *STANDARD* DI RIFERIMENTO

di MAURO ROMANO e MARCO TALIENTO

1. Note introduttive.

Come è noto, varie motivazioni possono spingere a scindere una società. A titolo esemplificativo, la scissione può fungere da operazione strumentale alla determinazione di nuovi assetti per via del frazionamento di un dato sistema aziendale tra i soci dell'impresa madre, o ad effettuare una ristrutturazione mediante scorporo di beni ⁽¹⁾ (sovente prima di una cessione) anche nell'ambito di un certo gruppo (riorganizzazione interna), ovvero rendere autonomo un delimitato *business* o area d'affari d'impresa; o ancora, fronteggiare situazioni di crisi tecnico-organizzative ⁽²⁾, realizzare strategie di crescita per linea esterna (concentrazioni e integrazioni), politiche di decentramento, vantaggi fiscali ⁽³⁾, ecc.

In generale, l'operazione rappresenta una speciale tecnica finalizzata all'acquisizione di una certa azienda o ramo (o anche singoli *asset*). Essa rientra infatti tra le modalità acquisitive in senso ampio intese (*Mergers and Acquisitions* o *Business Combinations*). Tuttavia, laddove lo scorporo non origini un trasferimento effettivo del potere di controllo sull'oggetto di scissione, l'operazione è — in linea di principio — acquisitiva solo formalmente, in quanto nella sostanza reca il significato di una mera ristrutturazione/riorganizzazione interna a un dato complesso/raggruppamento.

Ciò fissato, si intende approfondire la tematica del trattamento contabile delle acquisizioni aziendali — attuate mediante scissione — in conformità

⁽¹⁾ Può trattarsi di beni disgiunti (scissione di *asset*, singoli o in gruppo) o di un complesso economico di elementi congiunti, considerati “a sistema” (scissione di azienda o di ramo). Sul tema generale dell'azienda quale sistema, si rinvia all'ampia letteratura di riferimento, tra cui: Amaduzzi (1953), Bertini (1990), Caramiello (1993), Cassandro (1979), Coda (1995), Ferrero (1987), Giannessi (1960), Masini (1979), Onida (1971), Zanda (1974), Zappa (1957).

⁽²⁾ “I fattori di crisi aziendale, fronteggiabili proficuamente con la scissione, riguardano: a) fattori di crisi esistenti a livello di proprietà; b) fattori di crisi esistenti a livello organizzativo; c) fattori di crisi esistenti a livello produttivo e commerciale.”. Onesti & Romagnoli (1996, p. 15).

⁽³⁾ L'operazione di scissione, come noto, è fiscalmente neutra (salvo che non venga posta in essere con intenti elusivi).

agli *standard* internazionali⁽⁴⁾. Più in dettaglio, si polarizzerà l'attenzione sulle problematiche interpretative inerenti a “combinazioni” davvero speciali (perché di verso rovesciato rispetto a quelle consuete) denominate “inverse” (o appunto “rovesciate”).

Invero, dalla lettera del Codice non si desume espressamente la fattispecie delle “aggregazioni inverse”: pur tuttavia, la prassi operativa le può riscontrare in talune occasioni. Pertanto, il noto “polimorfismo” della scissione richiede di poter classificare l'operazione straordinaria in discorso⁽⁵⁾ — in modo trasversale alle forme di scissione totale, parziale, proporzionale, non proporzionale, asimmetrica, negativa, semplificata ... — anche in scissione “diretta” (potrebbe dirsi *standard* o *forward*) e scissione “inversa” (*reverse*). Non va sottaciuto che la suddetta distinzione riposa sul piano sostanzialistico-economico (non anche su quello giuridico-formale): che diviene vieppiù rilevante nel nostro ordinamento, specialmente tenuto conto, in prospettiva, del nuovo punto inserito dal D.Lgs. n. 139/2015 (recepente la Dir. UE 34/2013), nell'ambito dell'art. 2423-*bis*, di seguito riportato: « 1-bis) *la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto* ».

In prima battuta, per scissione diretta potrà intendersi l'operazione in cui l'impresa beneficiaria si presenta come entità acquirente, sia formale che sostanziale, dell'azienda trasferita. Di converso, per scissione inversa, quella in cui la *scindenda* (*rectius*: la relativa proprietà) è individuata, per varie ragioni, quale entità acquirente (o controllante) sostanziale, mentre la beneficiaria-destinataria è solo l'acquirente (o controllante) formale.

La disciplina generale delle aggregazioni inverse è rinvenibile precipuamente negli *standard* internazionali (Ifrs n. 3): peraltro, l'indagine in merito agli stessi principi si dimostra assai significativa non solo per gli spunti speculativi o interpretativi tecnici, ma anche per esigenze prettamente applicative data l'adozione dei criteri internazionali per la redazione dei bilanci obbligatoria per svariati soggetti (ai sensi del decreto “Ias”: D.Lgs. n. 38/2005).

Nei paragrafi che seguono, nell'analizzare le scissioni inverse o rovesciate, si differenziano dettagliatamente due modelli principali:

— la scissione inversa configurante una “acquisizione inversa”, riscontrabile nell'economia delle operazioni straordinarie con trasferimento del controllo: in breve, l'acquirente formale diviene acquisito sostanziale a seguito di un ponderoso aumento di capitale sociale al servizio della scissione, tale da procurargli la perdita del controllo della beneficiaria stessa (*reverse acquisition*), guadagnato da altro soggetto (il trasferente apparente, trasferitario effettivo);

(4) Con riferimento al *set* dei principi internazionali per i bilanci, si veda: Dezzani, Biancone & Busso (2012), Epstein & Jermakowicz (2011), Giunta & Pisani (2008), Nobes & Parker (2008), Zanda (2007).

(5) In generale, sul polimorfismo della scissione: D'Alessandro (1990, p. 875).

— la scissione inversa *stricto sensu*, osservabile in presenza di rapporti partecipativi preesistenti tra le imprese coinvolte nell'“aggregazione”, laddove la scissa controlla *ex ante* la beneficiaria, così originandosi un trasferimento formale — inverso — tra entità poste *under common control*.

Mentre il primo tipo di scissione ha in genere contenuto realizzativo (ad es. per disporre di determinati intangibili protetti o beneficiare della quotazione), il secondo ha, a ben vedere, natura riorganizzativa delle partecipanti all'operazione (ad es. per focalizzazione su determinati *business*, razionalizzazione delle attività o semplificazione della catena di gruppo)⁽⁶⁾.

La costante analisi dei principi internazionali è doverosa dal momento che le regole nazionali dettano per le scissioni disposizioni comuni indifferenziate. Anche a livello internazionale, però, restano importanti lacune da colmare: si pensi alle criticità insite nella contabilizzazione delle aggregazioni operate tra entità poste sotto comune controllo, tenute fuori dallo *standard* di riferimento, l'Ifrs. 3. Le conclusioni del lavoro sono compendiate, infine, nel paragrafo di chiusura.

2. *Business combination e reverse acquisition: il caso dell'acquisizione — mediante scissione — in forma inversa, in assenza di precedenti rapporti partecipativi.*

Si ritiene opportuno richiamare alla mente anzitutto i criteri economico-contabili rivenienti dagli *standard* internazionali (cfr. Ifrs, par. B15), ov'è prospettato che un'operazione di acquisizione — espletabile ad es. tramite scissione⁽⁷⁾ — possa essere effettuata in forma *inversa* o *rovesciata*: è il caso di scissione in cui la beneficiaria (preesistente), per effetto del concambio, divenga sostanzialmente controllata da nuovi soggetti (i soci della scissa-trasferente, di controllo, o eventualmente — ma solo in ipotesi di scissione non proporzionale — di minoranza).

Si avrà modo di constatare che gli effetti economici di bilancio di una tale aggregazione inversa per scissione sono in certo modo accomunabili a quelli di una ipotetica fusione per incorporazione dell'entità beneficiaria (acquisita sostanziale) nell'entità scissa (acquirente sostanziale)⁽⁸⁾. Ma si proceda per gradi.

Occorre invero ritrarre dallo *standard* di riferimento per le *business*

⁽⁶⁾ Cfr., tra gli altri, Perotta (2007a), Magliuolo (2012), Vanetti & Salerno (2012).

⁽⁷⁾ I principi contabili internazionali è risaputo che non trattano direttamente l'operazione di scissione. Talune utili indicazioni peraltro giungono dall'analisi dei principi statunitensi, laddove sono disciplinate le operazioni di *spin-off* (riportabili per certi versi alle scissioni proporzionali con finalità riorganizzative in una *newco*) e quelle di *split-off* (analoghe a scissioni non proporzionali di natura realizzativa, talora effettuate per escludere le minoranze dalla società madre). Lo *split-up* è invece la variante riscontrabile nelle scissioni totali di imprese *multi-business* con suddivisione di tutte le unità costitutive.

⁽⁸⁾ *Rectius*: nell'entità proprietaria della scissa.

combination, Ifrs n. 3, l'impostazione corretta da seguire nella redazione dei bilanci successivi ad una scissione conformi al modello internazionale. L'applicazione dell'*acquisition method* si articola nei seguenti *step*: identificazione dell'acquirente e individuazione della data di acquisizione; misurazione del costo della *business combination*; allocazione del suddetto costo tra le attività acquisite e le passività (queste ultime anche potenziali) accollate, dopo averne identificati i *fair value* secondo i più acconci approcci; determinazione dei *non controlling interest*; calcolo residuale dell'avviamento e valutazioni successive. L'identificazione preliminare dell'acquirente passa per la valutazione del controllo, diretto e/o indiretto, di diritto e/o di fatto (anche i diritti di voto potenziali sono considerati per identificare dove risiede il controllo). Per l'individuazione si deve prescindere dalle modalità tecniche di attuazione dell'operazione e dalla struttura legale risultante dalla combinazione, in ottemperanza del *substance over form principle*. Solitamente (*rebuttable presumption*), l'acquirente è l'entità: con il maggior *fair value*; che versa il corrispettivo in denaro o in altre attività; il cui management è in grado di guidare la scelta del gruppo dirigente dell'entità risultante dall'aggregazione. Un acquirente può poi acquisire il controllo di un'altra entità in molteplici modi, ad es.: *a*) trasferendo disponibilità liquide, mezzi equivalenti o altre attività (incluse le attività nette che costituiscono un'attività aziendale; o partecipazioni - scambio); *b*) emettendo interessenze; *c*) assumendo passività; *d*) fornendo più tipi di corrispettivi (*mix*); o *e*) senza trasferimento di corrispettivi, inclusa l'acquisizione unicamente per contratto (es.: eliminazione potere di veto *Golden share*, *buyback* dell'acquisito, caso delle imprese satelliti o altro tipo di controllo di fatto esterno).

La data è quella in cui l'acquirente ottiene effettivamente il controllo dell'acquisita (si considera quando inizia a dirigere le politiche finanziarie ed operative dell'acquisita; può beneficiare dei vantaggi dell'acquisizione; paga il prezzo).

L'Ifrs n. 3 considera attività e passività "identificabili" da rilevare distintamente alla data di acquisizione quelle che soddisfano i seguenti criteri (c.d. *recognition criteria*):

— le attività, per le quali sia probabile che ogni beneficio economico futuro connesso affluirà all'acquirente e il cui *fair value* ("valore equo") sia attendibilmente misurato;

— le passività, eccetto quelle potenziali, a fronte delle quali si ritenga probabile che risorse contenenti benefici economici defluiscono dall'acquirente a soddisfazione dell'obbligazione, purché di tali passività si possa effettuare una credibile valutazione a *fair value*;

— gli intangibili, rientranti nella definizione dello Ias n. 38, sempre che i loro *fair value* siano misurati in maniera attendibile;

— le passività potenziali, se verosimilmente stimabili a *fair value*.

La differenza positiva tra il costo della *business combination* e il *fair value* netto delle attività e passività (incluse *contingent liability*) acquisite/

assunte identificate, determina — con approccio residuale — la contabilizzazione dell'avviamento da iscrivere nel bilancio dell'acquirente.

Più in dettaglio, esso esprime la differenza tra due ammontari. Il sottraendo è il *fair value* delle attività al netto delle passività presenti nel patrimonio aziendale (patrimonio netto rettificato). Il minuendo è la somma algebrica dei seguenti elementi:

— l'onere sostenuto (*consideration transferred*) dall'acquirente per ottenere il controllo;

— l'ammontare della quota di pertinenza di terzi (da valutare al *fair value* degli *asset* netti o, eventualmente, includendo dell'avviamento imputabile alle minoranze non di controllo (opzione *standard vs full goodwill*));

— il *fair value*, alla data in cui si raggiunge il controllo, delle eventuali quote già in possesso dell'acquirente.

Riguardo la configurazione del *goodwill*, si puntualizza che: nell'opzione *standard* si tratta dell'avviamento *de facto* 'controllabile' (*purchased*) da parte di chi ha acquisito nella sostanza il complesso aziendale *target* (logica della *parent company*); esso ingloba non solo il *going concern element* ma anche il valore delle eventuali sinergie interaziendali che ci si attende dall'aggregazione (c.d. *core goodwill*); negli anni successivi alla prima iscrizione non va ammortizzato bensì sottoposto ad un processo c.d. di *impairment*; qualora il suo ammontare rechi segno negativo, riflette invece l'eccedenza della quota di interesse dell'acquirente nel *fair value* netto degli elementi trasferiti rispetto al costo della combinazione e va contabilizzato, dopo il necessario processo di *re-measuring* degli elementi patrimoniali e del corrispettivo, a conto economico, tra i proventi dell'esercizio; nell'opzione *full goodwill*, si assiste al superamento della logica della *parent company* in favore della filosofia dell'entità economica (*entity theory*): ci si riferisce alla rilevazione integrale dell'avviamento al lordo della quota di spettanza dei soci non di controllo.

Venendo alla specifica disciplina delle acquisizioni inverse contenuta nell'Ifrs 3 (segnatamente i parr. B19-B27 riportano una *application guidance on accounting for reverse acquisitions*) si premette che, in una *business combination* perfezionata mediante uno scambio di interessenze partecipative, l'impresa che emette le interessenze partecipative è, di consueto, il soggetto acquirente. Ciò malgrado "devono essere considerati tutti i fatti e le circostanze pertinenti per determinare quale tra le entità aggreganti abbia il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'altra entità (o delle altre entità) al fine di ottenere i benefici dalle sue (o dalle loro) attività" (tra cui: i relativi diritti di voto nell'entità risultante; l'esistenza di una ampia interessenza di minoranza con diritto di voto nella risultante se nessun altro socio o gruppo organizzato di soci detiene una interessenza significativa con diritto di voto; la composizione dell'organo di governo della risultante; la composizione dell'alta dirigenza della risultante; le condizioni di scambio di interessenze, ove sia previsto il pagamento di un premio sul *fair value* acquisito).

Pertanto, potrà ben accadere che — contrariamente a quanto ci si aspetta

— l'emittente sia, di fatto, l'*acquisito*, mentre i proprietari dell'entità le cui interessenze partecipative son formalmente trasferite, l'*acquirente* (*reverse acquisition*). Lo *standard setter* internazionale mette in risalto che ciò si verificherà, ad esempio, quando un'impresa non quotata in borsa delibera la propria 'acquisizione' da parte di una impresa di dimensioni minori ma quotata come mezzo per ottenere velocemente la quotazione in borsa. Ancorché l'entità quotata emittente sia considerata legalmente controllante la non quotata, quest'ultima (controllata dal punto di vista giuridico) è considerata l'*acquirente* avendo il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali della controllante giuridica onde ritrarre benefici dalle sue attività. Si rimarca che, in genere, l'*acquirente* è l'organizzazione di maggior dimensione; pur tuttavia, fatti e circostanze connessi a un'aggregazione possono indicare, talvolta, l'acquisizione di un'entità di maggior dimensione da parte di un'entità minore.

Le possibili ragioni che spingono ad una *acquisizione in forma inversa o rovesciata* sono, in sintesi, le seguenti:

— la società che rappresenta il 'vero', o sostanziale, *target* detiene licenze, autorizzazioni o beni la cui trasferibilità risulta onerosa, difficoltosa o impossibile, per cui le parti decidono di strutturare l'operazione facendo apparire detta società come l'*acquirente* legale;

— quest'ultima gode di un particolare "status" (ad es. è quotata, mentre la controparte vuole evitare una IPO), ovvero la gestione operativa dell'organizzazione apparentemente trasferente è accentrata sulla trasferitaria apparente.

Ne consegue che — nell'economia di una scissione — l'entità beneficiaria (cioè l'emittente i titoli partecipativi di comproprietà societaria) può risultare al contempo *acquirente legale* (cioè *legal acquirer*) ed *acquisita economica* (ossia *economic subsidiary*).

In tale evenienza, il costo della *business combination* si assume che sia stato sostenuto dalla controllata giuridica (ossia l'*acquirente* a fini contabili) sotto forma di strumenti rappresentativi di capitale emessi a favore dei proprietari della controllante giuridica (che è l'*acquisito* a fini contabili).

Più precisamente, sotto il profilo del *financial reporting*, il bilancio consolidato successivo alla scissione inversa (*rectius: reverse acquisition con demerger*), ancorché riferibile alla beneficiaria (*acquirente* formale), dovrà sostanzialmente rappresentare la continuazione del bilancio dell'entità scissa (*acquirente* economico-contabile), di guisa che:

— le attività e le passività (come pure gli utili portati a nuovo e gli altri saldi di patrimonio netto) dell'entità solo formalmente trasferita sono rilevate e iscritte nel bilancio consolidato ai rispettivi *book value*;

— le attività, passività e *contingent liability* della beneficiaria (oggetto di trasferimento economico-strategico) sono riespresse a *fair value*;

— il patrimonio netto consolidato è valorizzato aggiungendo al netto esistente della *acquisita* formale (*ante* aggregazione aziendale) il costo della *business combination* per il trasferimento del controllo sulla beneficiaria. Si

puntualizza che la risultante struttura del netto consolidato (numero e tipologia di strumenti rappresentativi di capitale) rispecchierà, a livello di *display*, la composizione del netto della beneficiaria, tenuto conto dei titoli effettivamente emessi *scissionis causa*;

— l'eventuale eccedenza (positiva o negativa) del costo dell'aggregazione rispetto alla quota di interessenza dell'acquirente sostanziale nel *fair value* netto degli elementi acquisiti (quelli della scissionaria) esprime — salve ulteriori rettifiche ordinariamente previste dall'Ifrs 3, segnatamente in tema di *full goodwill/non-controlling interest* e *step acquisition* — avviamento (positivo o negativo) ⁽⁹⁾.

A questo punto, una esemplificazione numerica può giovare.

Si ipotizzi che l'impresa M (appartenente ai soci X ed Y rispettivamente al 70% e 30%) scinda proporzionalmente il compendio aziendale T (posseduto integralmente) a beneficio dell'entità destinataria B preesistente (appartenente ai soci W e Z rispettivamente al 60% e 40%). M riporta la seguente situazione patrimoniale semplificata (*book value*) ante scissione.

S.P. semplificato di M (valori di libro)	
Net Assets restanti 480.000	
Business T da scindere 120.000	Capitale di funzionamento ante scissione 600.000

Il prospetto che segue, invece, rappresenta gli elementi costituenti il capitale di M espressi a valori di scambio.

S.P. semplificato di M (valori di scambio)	
Net Assets restanti 1.440.000	
Business T (incl. <i>Goodwill</i>) da scindere 360.000	Valutazione di complesso 1.800.000

In dettaglio, i valori di scambio dell'entità T da scindere denotano plusvalori latenti sui suoi elementi patrimoniali identificabili per € 120.000 ed avviamento per ulteriori € 120.000 (di modo che: *book value* + plusvalori + avviamento = € 360.000).

⁽⁹⁾ Si ritiene che l'informazione di un bilancio redatto in conformità alle regole dell'acquisizione inversa sia maggiormente utile rispetto ad un bilancio post-aggregazione in cui sia preminente la forma giuridica sulla sostanza economica dell'operazione. Il dibattito intorno a questa tematica è richiamato nelle *Basis For Conclusions* dell'Ifrs 3.

L'entità B detiene invece i seguenti elementi patrimoniali *ante* incorporazione, qui di seguito esposti comparativamente sia a *book value* sia a valori di scambio (si rammenti che i valori di scambio delle diverse entità partecipanti alla scissione — in particolare la beneficiaria e il compendio giuridicamente trasferito — sono funzionali ai fini del concambio).

S.P. semplificato di B (<i>valori di libro vs valori scambio</i>)	
Valori di libro <i>Net Assets</i> 60.000	Valori di libro Capitale di funzionamento 60.000
Valori di scambio <i>Net Assets (incl. Goodwill)</i> 120.000	Valori di scambio Valutazione di complesso 120.000

Gli *exchange value* dell'entità B indicano plusvalori latenti sugli elementi patrimoniali identificabili per € 30.000 ed avviamento per ulteriori € 30.000 (sicché: *book value* + plusvalori + avviamento = € 120.000).

Si supponga, per semplicità, che i capitali di funzionamento sopra mostrati rappresentino nelle richiamate compagini aziendali per intero capitale sociale, composto da azioni del valore di 10 € ciascheduna.

Nella fattispecie, la beneficiaria B, trasferitaria di T (compendio oggetto di 'scorporo' dalla madre), emette titoli rappresentativi del capitale proprio da assegnare ai proprietari dell'entità M in misura pari a: € 60.000 (capitale sociale *ante* scissione) x 360.000 (valore economico di T) / 120.000 (valore economico di B *ante* scissione) = € 180.000.

Detto valore incrementale di capitale sociale, peraltro, è agganciato al rapporto di cambio (derivato dai capitali economici *stand alone per share*) di 3:2, implicando l'assegnazione di 18.000 nuove azioni di B in cambio di 12.000 azioni di M da annullare per effetto della descritta scissione (in dettaglio: 12.600 azioni nuove a X e 5.400 azioni nuove a Y).

Ebbene, in ossequio alle regole e alla pratica contabile tradizionali (interne), l'entità B procederebbe contabilmente nel seguente modo:

— allocazione iniziale dei *Net assets* trasferibile (nel caso di specie: compendio T) nella situazione patrimoniale *post* scissione, rilevandoli ai *pre-combination carrying amount* (€ 120.000) accanto ai propri *Net assets* preesistenti (€ 60.000);

— aumento del capitale sociale al servizio della scissione per € 180.000 (il capitale nominale, di rischio, risulterebbe dunque € 240.000);

— rilevazione del disavanzo da concambio di misura pari all'eccedenza di € 180.000 su € 120.000;

— allocazione del citato disavanzo (€ 60.000) a (parziale) riespressione dei *Net assets* incorporati a valori correnti ⁽¹⁰⁾.

⁽¹⁰⁾ Si fosse usato lo schema negoziale del conferimento invece della scissione, la

I principi contabili internazionali, per contro, consentono di individuare nella scissione in parola i profili di una acquisizione inversa, visto che X verrà a controllare, oltre ad M, anche l'entità formalisticamente assorbente B, avendo a disposizione — dopo la scissione — la maggioranza assoluta del capitale della stessa (12.600 azioni su 24.000; di cui, per la restante parte, 3.600 di proprietà di W, 2.400 di Z e 5.400, come noto, assegnate ad Y).

A tal riguardo, ai fini della esposizione contabile sostanziale della beneficiaria (nell'ambito del consolidato di gruppo), rileva valorizzare il quantitativo di strumenti rappresentativi di capitale che l'acquisita fittizia (*legal subsidiary*) avrebbe dovuto emettere a favore dei proprietari della beneficiaria (*legal parent*) in un'operazione svolta in forma *opposta*, ossia per acquisizione *diretta* (in cui la beneficiaria sarebbe risultata anche giuridicamente l'acquisita; in pratica, a mezzo fusione per incorporazione nel compendio scisso). Il *fair value* di detti titoli va ad esprimere il costo dell'acquisizione inversa (*cost of business combination*) attuata tramite scissione.

In ossequio agli *standard* internazionali, si presenta dunque la seguente situazione patrimoniale consolidata semplificata avente ad oggetto la scissionaria B (economicamente passata sotto il controllo della nuova proprietà già socia di M), inclusiva del *business* T, a cura di X (viceversa, nel bilancio individuale di B, si potrebbe optare per i valori correnti di T in diretta applicazione del formale metodo acquisitivo; ovvero più prudenzialmente per la conservazione degli *item* in continuità di valore).

S.P. consolidato semplificato riferibile a B/T (<i>reverse acquisition</i>) - Ifrs n. 3, App. B - sezione al netto di M	
<p>Valori di scambio <i>Net Assets</i> (incl. <i>Goodwill</i>) di B 120.000</p>	<p>Valori di scambio Valutazione di complesso di B 120.000</p>
<p>Valori contabili <i>Net Assets</i> di T 120.000</p>	<p>Valori contabili Capitale di funzionamento di T 120.000</p>
<p>Totale: 240.000 + Valori ascrivibili ad altre entità del gruppo</p>	<p>Totale: 240.000 + Valori ascrivibili ad altre entità del gruppo</p>

Nell'esempio, l'acquisita fittizia (riferibile al *business* T), avrebbe emesso titoli danti causa al controllo di B per un controvalore economico — recante il costo dell'avvenuta combinazione — di € 120.000 (comportando un ideale rapporto di cambio, rovesciato rispetto a quanto prima visto, *recte* 'reciproco' o ribaltato, pari a 2:3; infatti, occorrerebbe emettere 4.000 azioni virtuali di X per cambiare le 6.000 azioni di B). Il patrimonio dell'aggregazione per rag-

destinataria avrebbe potuto sostenere un costo di acquisizione — in ossequio al principio di prevalenza della forma giuridica — più elevato, pur nei limiti legali del valore attestato dal perito ai sensi dell'art. 2343 c.c. (es. € 360.000). In quest'ottica, € 180.000 sarebbe stato l'aumento del capitale sociale mentre ulteriori € 180.000 avrebbero potuto alimentare il sovrapprezzo azioni. Nella sezione dell'attivo, l'oggetto di scorporo potrebbe essere di conseguenza pienamente espresso a valore economico di trasferimento.

gruppamento descritta, pari a € 240.000, riflette nella fattispecie la composizione del netto dell'acquirente formale come emerge considerando i titoli legalmente emessi *scissionis causa* (€ 60.000 + € 180.000). Tutto ciò, peraltro, impatta anche sulle determinazioni e l'annessa informativa di bilancio aventi ad oggetto l'indicatore finanziario "utili per azioni" (*Earnings Per Share*, Ias n. 33).

Va altresì detto che l'iscrizione del suddetto compendio avviene attraverso una permutazione patrimoniale mediante riduzione degli elementi ascritti ad M (e comunque, nella situazione consolidata complessiva, occorrerà tenere presente l'entità residua della M suddivisa per la quota di controllo afferente ad X e per la quota non di controllo, esplicitamente evidenziata, afferente ad Y; quest'ultimo maturante altresì una quota minoritaria in B).

Non è da sottacere che la realtà economica può riservare casi di scissione "in forma inversa" meno semplici rispetto a quanto sopra schematizzato. In questa sede, ad es., preme accennare — pur di passata — alla scissione per incorporazione rovesciata di tipo non proporzionale in cui, a seguito dell'operazione (dis)aggregativa, quelle che erano le minoranze nella compagine sociale della madre (M) divengono, in virtù del rapporto di cambio (anche unitamente alla eventualità di possesso di partecipazioni di minoranza contestuale nella trasferitaria formale), soggetto di maggioranza nella società beneficiaria (B); in pratica, si concambia la partecipazione di minoranza nella *scindenda* con una partecipazione di controllo nella entità destinataria (e, al suo interno, di quella 'oggetto') della scissione.

In effetti, la fattispecie accennata sembrerebbe configurare una sorta di operazione per *step* sul *business* T. Tuttavia, a ben vedere, i soci testé richiamati diverrebbero controllanti la *business combination* B+T, ciò non riguardando invece, direttamente, l'impresa madre (M), di cui il socio in questione (Y) resta minoritario: la *step acquisition* afferirebbe dunque al progressivo controllo maturato da Y sull'entità oggetto di scissione (T) e, di conseguenza, sul nuovo sub-complesso aggregato (B+T) al netto di M⁽¹⁾. In tale evenienza, X andrebbe ovviamente a deconsolidare l'oggetto scisso T in favore della nuova consolidante Y.

Invece, tornando all'esempio principale dove X è l'acquirente contabile-effettivo, potrebbe darsi che tale entità già disponga di una partecipazione minoritaria in B ante-scissione: dopo l'operazione di trasferimento di T da M, nell'economia dell'operazione rovesciata, X potrebbe ottenere il controllo su B mediante una *step-(reverse)acquisition*. Pertanto, nel momento in cui X incrementa la quota di partecipazione in suo possesso per ottenere il controllo di B grazie al corrispettivo della scissione operata in forma inversa, realizzando *de facto* una "aggregazione per fasi", rideterminerà il valore della pre-esistente quota di interessenza sulla base del *fair value* risultante alla data di acqui-

⁽¹⁾ Per approfondimenti in argomento, Perotta (2006, p. 359 ss.).

sizione del ridetto controllo, riconoscendo a conto economico ogni differenza (positiva/negativa) registrata sulla quota vecchia⁽¹²⁾. La diluizione sul controllo di T post-scissione, viceversa, nella sostanza rivela uno *step-down* (senza perdita del potere di controllo) dato l'ingresso dei soci di B (rappresentabile come una transazione tra azionisti — quale ristrutturazione delle interessenze nell'*equity* — senza particolari effetti sulle grandezze espressive della *performance* economico-finanziari del gruppo) nelle politiche aziendali di riferimento.

Più in generale, in merito alle interessenze di terzi, si puntualizza — nell'ambito delle previsioni internazionali — che in certune operazioni inverse alcuni soci della *legal acquiree* possono in pratica essere esclusi dallo scambio di propri strumenti rappresentativi di capitale con strumenti rappresentativi di capitale della *legal acquirer* (ad es. in presenza di scorporo, via scissione, di una partecipata parzialmente). Quantunque l'impresa in cui tali soci possiedono strumenti rappresentativi di capitale — controllata giuridica — abbia acquisito un'altra impresa — controllante giuridica —, gli stessi devono essere trattati come interessenza di terzi nel bilancio consolidato redatto successivamente alla *reverse acquisition*. Infatti, i soci della controllata giuridica che non effettuano lo scambio di strumenti di capitale con quelli della controllante giuridica vantano una interessenza solo nei risultati e nei *net asset* della controllata giuridica (non invece nei risultati e nei *net asset* della risultante dall'aggregazione, come accade per i soci dell'acquirente giuridico; che è acquisito contabile).

Le dette interessenze di terzi saranno esposte nella situazione consolidata ai relativi valori precedenti la combinazione interaziendale, esprimendo la quota proporzionale di pertinenza degli azionisti di minoranza nei valori contabili delle attività nette dell'acquirente giuridica.

La peculiare struttura dell'acquisizione inversa, infatti, comporta in questo caso una deroga anche al trattamento contabile comunemente riservato — nell'ambito delle acquisizioni dirette — alle quote spettanti agli azionisti di minoranza, “non di controllo”, esigendo una deviazione dal principio che vuole la contabilizzazione delle interessenze terze a *fair value* (secondo la teoria della capogruppo modificata) o a *full goodwill* (teoria dell'entità)⁽¹³⁾.

⁽¹²⁾ Successivamente all'acquisizione del controllo della beneficiaria, gli eventuali incrementi (e/o decrementi) nelle percentuali di interessenza devono essere trattati come transazioni tra azionisti e rilevate a patrimonio netto, senza effetti sull'avviamento.

⁽¹³⁾ Queste ultime osservazioni consentono di richiamare l'attenzione altresì su alcune recenti innovazioni nell'ambito della disciplina internazionale delle aggregazioni (Ifrs n. 3), in ottemperanza alle quali: le interessenze *non-controlling*, come visto, possono essere valutate includendo nella stima la quota-parte di avviamento ad esse spettanti (opzione dell'avviamento integrale, c.d. *full goodwill*); l'eventuale ‘avviamento negativo’ (*excess over cost*) per buon affare (*bargain purchase*) va a decurtare il *goodwill* scaturente dal disavanzo di scissione, prima di potersi riverberare — positivamente — sul conto economico dell'*entity* oggetto di *reporting*; è ampliato il novero degli *intangible asset* riconoscibili nel bilancio post-scissione, separatamente dall'avviamento.

Ancora, prendendo nuovamente spunto dall'esempio dianzi proposto, nella rappresentazione delle interessenze di terzi in seno al bilancio consolidato curato da X, controllante sia l'entità M sia la beneficiaria B (dunque indirettamente il *business* T), vengono a emergere *non controlling interest* da valorizzare:

— a *fair value*, per quanto riguarda le quote di terzi (possedute dai soggetti Y, W e Z) nell'entità della beneficiaria B *ante* incorporazione, al lordo o al netto del *goodwill* implicito loro pertinente (rispettivamente nell'opzione del *full goodwill* e in quella *standard* del *partial goodwill* del solo soggetto di controllo) ⁽¹⁴⁾;

— a *carrying amount* (in continuità dei valori *pre-combination*), con riferimento alle interessenze di Y, W e Z nei *Net Assets* incrementali della beneficiaria B *post* scissione (misuranti il netto contabile scisso corrispondente al *business* T), oltre all'interessenza residuale di Y nel capitale della *scindenda* M (ridotta, perché permutata) per la parte corrispondente agli elementi diversi da T.

3. La *reverse demerger* quale operazione “di riorganizzazione” tra entità *under common control*. L'ipotesi della società beneficiaria controllata dalla *scindenda*.

Prima di approfondire le problematiche connesse alla rappresentazione delle operazioni di scissione in forma inversa tra soggetti sottoposti a controllo comune, è utile rammentare che, nell'ambito dell'Ifrs 3, rientrano soltanto quelle aggregazioni che sottendono l'acquisizione del controllo di un *business* in senso economico-sostanziale. Solo a queste aggregazioni si applica l'*acquisition method*, il quale non si limita alla tecnica di contabilizzazione, ma coinvolge più complessi aspetti come ad es. l'identificazione soggettiva degli attori del processo di acquisizione, le motivazioni sottostanti l'operazione, gli strumenti che rappresentano il corrispettivo pagato.

Restano estranee al concetto di *business combinations* e, dunque, al campo di applicazione dell'Ifrs 3, quelle aggregazioni aziendali realizzate tra soggetti sottoposti a controllo comune (*inter-entity transaction*) ⁽¹⁵⁾. Nonostante nella realtà operativa sia frequente il ricorso a operazioni straordinarie *intercompany*, principalmente per esigenze connesse alla riorganizzazione dei gruppi di imprese, il “vuoto” lasciato dalla mancata indicazione del

⁽¹⁴⁾ Nell'opzione *full*, Y avrebbe un'interessenza su B (al netto di T) pari a 27, W pari a 18 e Z pari a 12. Nell'opzione *partial*, invece, le percentuali di partecipazione (risp. pari al 22,5%, 15% e 10%) andrebbero ricalcolate *proporzionalmente* su € 90.000 (escludendo il *goodwill*). Si aggiunga altresì che i valori del *goodwill* potrebbero risentire delle *sinergie* instaurabili (a beneficio di X), se del caso, tra B e T *post* incorporazione.

⁽¹⁵⁾ Nella letteratura internazionale, il tema del trattamento contabile internazionale delle operazioni tra soggetti sottoposti a controllo comune è stato ampiamente affrontato. Si rinvia, in particolare, a Levitin & Volkert (1991).

trattamento contabile da riservare alle operazioni *under common control* nell'ambito dei principi contabili internazionali genera, in molte circostanze, serie difficoltà con riferimento alla individuazione del comportamento contabile più corretto da tenere ai fini della loro rappresentazione in bilancio.

Sul trattamento contabile di *business combination* riguardanti entità sottoposte a controllo comune, l'Ifrs 3 cita espressamente criteri differenti dal *acquisition method*, rinviando la decisione del *Board* ad una successiva fase del progetto di rappresentazione delle aggregazioni aziendali.

Venendo all'operazione di scissione inversa tra soggetti sottoposti a controllo comune, si intenderà come tale l'operazione dove la scissa è controllante della beneficiaria.

È tuttavia necessario rimarcare subito che, diversamente dalla fusione inversa dove oggetto dell'aggregazione è l'intero patrimonio della incorporata-controllante⁽¹⁶⁾, nella scissione l'oggetto del trasferimento non può essere l'intero patrimonio della scissa, ma solo una porzione, più o meno ampia. Ne deriva che gli effetti concentrativi dell'operazione in capo alla beneficiaria-controllata e gli assetti proprietari che risultano dall'operazione medesima devono essere attentamente studiati allo scopo di verificare, caso per caso, la sorte del controllo societario all'esito della scissione. Né è pensabile che, similmente a quanto accade nella fusione inversa, la rappresentazione del sistema di valori nel bilancio post-aggregazione risulti essere sostanzialmente identica a prescindere dalla direzione dell'operazione (diretta o inversa)⁽¹⁷⁾.

Ciò detto, sebbene in via generale rileva stabilire se il vincolo societario esistente tra la scissa e la beneficiaria è di tipo totalitario o meno, per semplicità si concentrerà l'attenzione sull'ipotesi in cui la beneficiaria-controllata è partecipata al 100% dalla scissa-controllante. In tal caso, la scissione inversa implica che, a seguito della concentrazione dell'intero patrimonio della beneficiaria-controllata con una frazione di quello della scissa-

⁽¹⁶⁾ Per approfondimenti sulla fusione inversa si rinvia ai seguenti scritti: Garegnani (2002); Perotta (2007b); Onesti & Romano (2007); Potito (2016).

⁽¹⁷⁾ Sulla definizione di scissione inversa, il Perotta — diversamente dall'impostazione accolta in questo articolo — osserva che: "Occorre, pertanto, accertare se anche nell'ambito della scissione possa riscontrarsi una fattispecie inversa, ove ciò si manifesta, in capo ad una società partecipata, un fenomeno di incorporazione della società partecipante. Al riguardo, anzitutto, è da evidenziare come una fattispecie sostanzialmente analoga non possa riscontrarsi nella scissione. [...] Appare, quindi, evidente, come, nell'ambito della scissione, non possa riscontrarsi una fattispecie inversa intesa come operazione che, pur invertendo i ruoli assunti dalla fattispecie diretta dalle società partecipanti, produca i medesimi effetti sotto il profilo aggregativo. Viceversa, può essere qualificata come scissione inversa quella fattispecie che è accomunata alla fusione inversa da un particolare aspetto, quello cioè relativo all'accettazione, in capo della partecipata, delle azioni o quote di partecipazione possedute dalla partecipante precedentemente all'operazione; infatti, mentre nella fusione inversa la partecipata incorpora l'intero patrimonio della partecipante e, quindi, la partecipazione nel proprio capitale, nella scissione inversa la partecipata riceve, per effetto dell'operazione e secondo le modalità illustrate nel prosieguo della trattazione, una propria partecipazione. [...]". Perotta (2007b; pp. 284-285).

controllante, le azioni emesse dalla beneficiaria a servizio dell'operazione vengano destinate ai soci della controllante.

La formazione degli assetti proprietari successivi a tale operazione consente di mettere in luce anche il più corretto comportamento da seguire ai fini della rappresentazione in bilancio della scissione inversa. Possono verificarsi infatti due differenti situazioni:

1. l'assegnazione delle azioni emesse dalla beneficiaria a servizio della scissione implica il mantenimento dello *status* di controllante in capo alla scissa, sebbene con una quota ridotta rispetto alla partecipazione totalitaria detenuta prima dell'operazione;

2. l'entità dell'aumento del capitale sociale a servizio della scissione inversa ovvero le modalità di assegnazione delle azioni emesse dalla beneficiaria-controllata a servizio dell'operazione implicano un trasferimento sostanziale del controllo della beneficiaria medesima dalla scissa, che mantiene una quota di minoranza, ad uno dei soci di essa.

Nella prima ipotesi, la riduzione del controllo da parte della scissa, conseguente al "distacco" di un ramo d'azienda a favore della beneficiaria-controllata, risulta esclusa dall'ambito di applicazione dell'Ifrs 3, sia perché avviene tra soggetti sottoposti a controllo comune, sia perché non comporta alcun trasferimento del controllo già nelle mani della scissa-controllante.

Sotto il profilo della rappresentazione dell'operazione si devono tener distinte le considerazioni attinenti il bilancio consolidato rispetto a quelle riguardanti i bilanci individuali.

Per quanto concerne il bilancio consolidato, redatto dalla scissa-controllante, la diluizione del controllo della beneficiaria scaturente dall'assegnazione ai propri soci delle azioni emesse a servizio della scissione, non pone particolari problemi, in quanto i conti consolidati continueranno ad esprimere il complessivo *fair value* delle attività nette identificabili facenti capo alla beneficiaria, nonché il *fair value* delle attività e delle passività riconducibili al ramo d'azienda scisso.

Queste ultime attività e passività, afferendo al complesso aziendale che rappresenta oggetto di scissione inversa, risultavano iscritte nel bilancio consolidato redatto dalla scissa-controllante già prima dell'operazione. In osservanza al principio della prevalenza della sostanza sulla forma e alla teoria sui gruppi sottesa agli *standard* contabili internazionali attualmente in vigore in tema di redazione del bilancio consolidato (Ifrs 3 e Ifrs 10), esse individuano risorse "sostanzialmente" controllate dalla società che redige il bilancio consolidato, a prescindere dal fatto che, prima della scissione inversa, fossero "formalmente" di proprietà dell'entità che consolida e che, per effetto dell'operazione, siano state trasferite giuridicamente ad una sua controllata.

L'effetto della diluizione della quota di controllo si manifesta sostanzialmente mediante l'iscrizione del valore del patrimonio di pertinenza delle minoranze, che scaturisce dall'assegnazione ai soci della scissa-controllante delle azioni emesse dalla beneficiaria-controllata a servizio della scissione. A

ben vedere, a fronte del consolidamento delle attività e delle passività detenute dalla beneficiaria-controllata prima e dopo la scissione inversa, la scissa-controllante dovrà riconoscere il valore delle *minorities*, cioè dei soci della scissa che, all'esito dell'operazione, risulteranno destinatari delle azioni emesse dalla beneficiaria-controllata.

Si modifica altresì il valore del *goodwill* riferibile alla beneficiaria, già iscritto nel bilancio consolidato prima della scissione. Tale valore era espressivo, prima dell'operazione, dell'intero avviamento della beneficiaria-controllata, mentre successivamente manifesta soltanto la porzione di *goodwill* di pertinenza del soggetto che redige il consolidato e che detiene il controllo (non più totalitario) dell'entità, salvo che la *holding* non opti per il *full goodwill method*.

A ben vedere, la struttura descritta richiama, ai fini del trattamento contabile, l'ipotesi di *step-down* sul controllo, sebbene con alcune peculiari differenze.

Lo *step-down* sul controllo è, come noto, l'operazione attraverso la quale l'entità che detiene il controllo di un *business* cede parte delle quote di partecipazione nello stesso, mantenendo tuttavia il controllo societario (si pensi, ad es., ad una società che detenga il 71% del capitale di un'altra società, controllata, e decida di cedere a terzi il 20% delle quote di sua proprietà).

Tale operazione — che non implica il trasferimento del controllo — pone interessanti problematiche applicative.

Per effetto del ridimensionamento del controllo societario sull'entità controllata, la controllante — in sede di rappresentazione contabile — dovrà affrontare il problema di allocare adeguatamente il differenziale tra il corrispettivo riveniente dalla cessione della quota minoritaria e il *fair value* delle attività nette identificabili dell'entità controllata riferito alla data dello *step-down*. Tale differenziale potrà essere allocato come una riduzione del valore di avviamento, da sottrarre a quello contabilizzato all'epoca dell'acquisizione del controllo, ovvero come un componente positivo di reddito che concorre alla formazione del risultato economico dell'esercizio in cui è avvenuto lo *step-down* o, infine, quale incremento del patrimonio netto di gruppo di pertinenza delle minoranze.

L'applicazione analogica dello *step-down* sul controllo alla fattispecie in cui la scissa controlli la beneficiaria induce a chiarire due delicati passaggi applicativi: il primo è inerente alla definizione del "prezzo incassato" dalla controllante, nell'economia di gruppo, a fronte della cessione ai soci della medesima delle azioni emesse dalla beneficiaria a servizio della scissione; il secondo concerne l'allocatione del differenziale tra il corrispettivo ottenuto e il *fair value* delle attività nette identificabili dell'entità controllata riferito alla data dello *step-down*, comprensivo dunque del *fair value* delle attività nette identificabili del complesso aziendale scisso.

È da ritenere ragionevolmente che:

— il corrispettivo della scissione inversa, per la scissa-controllante, debba

essere individuato nel *fair value* degli strumenti rappresentativi di capitale che vengono annullati e concambiati con le azioni emesse dalla beneficiaria-controllata a servizio della scissione;

— il differenziale tra il corrispettivo incassato e il *fair value* delle attività nette identificabili dell'entità controllata alla data dello *step-down* vada impiegato al fine di rappresentare la porzione del patrimonio netto di gruppo di pertinenza delle minoranze.

Si supponga che *Alfa*, di proprietà dei soci persone fisiche X e Y rispettivamente con quote del 60% e del 40%, detenga il 100% del capitale di *Beta*. Alfa intende scindere il ramo d'azienda denominato *Gamma* a beneficio della controllata *Beta*.

Le situazioni patrimoniali di partenza della *scindenda* e della beneficiaria sono di seguito riportate, indicando per ciascuna valori contabili e di scambio.

Situazione patrimoniale (<i>book value</i>) di <i>Alfa ante-scissione</i>			
<i>Net assets</i> restanti	240.000	Patrimonio netto	340.000
Partecipazione in <i>Beta</i> (100%)	40.000		
<i>Net assets</i> da scindere (<i>Teta</i>)	60.000		
Situazione patrimoniale (<i>valori di scambio</i>) di <i>Alfa ante-scissione</i>			
<i>Net assets</i> restanti	720.000	Patrimonio netto	850.000
Partecipazione in <i>Beta</i> (100%)	60.000		
<i>Net assets</i> da scindere (incluso <i>goodwill</i>) (<i>Teta</i>)	70.000		

Situazione patrimoniale (<i>book value</i>) di <i>Beta ante-scissione</i>			
<i>Net assets</i>	30.000	Patrimonio netto	30.000
Situazione patrimoniale (<i>valori di scambio</i>) di <i>Beta ante-scissione</i>			
<i>Net assets</i> (incluso <i>goodwill</i>)	100.000	Patrimonio netto	100.000

In dettaglio, il ramo d'azienda *Teta*, oggetto della scissione a favore della beneficiaria *Beta*, presenta, a fronte di un valore contabile di € 60.000 ("*Net assets* da scindere"), un valore di scambio, comprensivo di avviamento, pari a € 70.000.

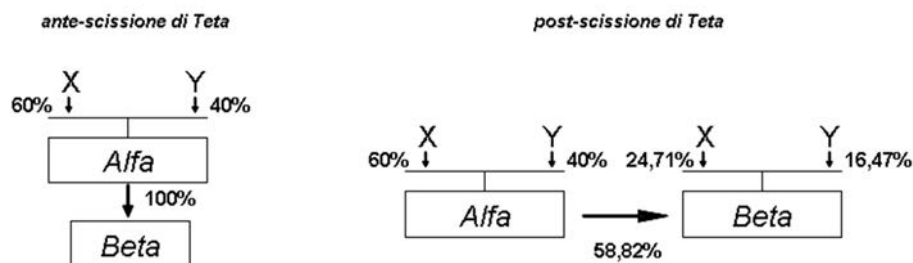
Si ipotizzi, per semplicità, che i patrimoni netti a *book value* esposti nelle tabelle rappresentino per intero il capitale sociale della *scindenda* e della beneficiaria, composto da azioni del valore di € 10 ciascuna.

Nel caso di specie, la beneficiaria *Beta*, trasferitaria degli elementi patrimoniali del ramo d'azienda *Teta*, dovrà emettere titoli rappresentativi del capitale proprio da assegnare ai soci della scissa *Alfa* in misura pari a € 21.000, come si evince dai semplici passaggi esposti.

$$\begin{aligned} & \text{Aumento di capitale sociale di } \textit{Beta} = \\ & = \text{capitale sociale}_{\textit{BETA ante-scissione}} \times (W_{\textit{TETA}} / W_{\textit{BETA ante-scissione}}) = \\ & = \text{€ } 30.000 \times \text{€ } (70.000/100.000) = \text{€ } 21.000 \end{aligned}$$

All'esito dell'operazione, la beneficiaria *Beta* avrà un capitale sociale pari a € 51.000, corrispondente alla somma tra il capitale sociale *ante-scissione* (€ 30.000) e l'incremento di capitale sociale a servizio dell'operazione stessa (€ 21.000). Detto capitale sarà ripartito tra *Alfa* (che continuerà a detenere una quota di controllo di € 30.000, pari al 58,82% del capitale complessivo) e i soci *X* (cui spetterà, nell'ipotesi di ripartizione proporzionale, il 60% delle azioni di nuova emissione, corrispondenti a € 12.600 e ad una quota percentuale del 24,71%) e *Y* (che avrà una partecipazione nel capitale di *Beta* di € 8.400, pari al 16,47%). Il predetto valore incrementale del capitale sociale è strettamente correlato al rapporto di cambio tra valori *stand alone*, che indica un *ratio* di 7:20. La determinazione del concambio suggerisce pertanto l'assegnazione di 2.100 nuove azioni di *Beta* a fronte di 6.000 azioni di *Alfa* da annullare.

Lo schema sinottico che segue riporta la situazione societaria di *Beta* prima e dopo l'operazione di scissione inversa.



In coerenza alle regole fissate dagli *standard* internazionali in tema di redazione dei bilanci consolidati, la scissa-controllante *Alfa* procederebbe a rilevare contabilmente quanto segue:

- iscrizione, oltre ai propri *Net assets*, dei *Net assets* della controllata *Beta*, comprensivi dei *Net Assets* del complesso aziendale scisso, ai valori contabili *ante-scissione* (*pre-combination carrying amount*);
- rilevazione, secondo le regole degli *step-down*, delle interessenze di minoranza in misura corrispondente al *fair value* delle azioni di *Beta* emesse a servizio della scissione;
- iscrizione del *goodwill* in misura pari alla differenza tra il *goodwill* rilevato alla data della *business combinations* e il differenziale tra il prezzo incassato per la cessione della quota esclusa dal controllo e il *fair value* delle attività nette identificabili dell'entità controllata, riferito alla data dello *step-down*. Come detto, quest'ultimo differenziale può essere, in alternativa, trattato come un componente positivo di reddito o come incremento del patrimonio netto di gruppo di pertinenza delle minoranze.

Si ravvisa che il *goodwill* rilevato secondo le suindicate modalità risulta di difficile interpretazione, poiché risente delle condizioni e dei tempi di formazione dei prezzi, nonché delle modalità con cui le operazioni — dapprima quella acquisitiva e, successivamente, quella di vendita — sono state realizzate.

È agevole constatare che, avendo l'*acquisition method* consentito il criterio dell'iscrizione dell'avviamento integrale (*full goodwill*) ai fini della redazione del bilancio consolidato⁽¹⁸⁾, la diluizione della quota di controllo a seguito della scissione inversa verrebbe trattata alla stregua di una vendita di azioni proprie. Più precisamente, nel caso della scissione inversa, il "distacco" del ramo d'azienda a favore della beneficiaria non avrebbe alcun effetto visibile nel bilancio consolidato della controllante, in quanto nella logica dell'entità, al momento del conseguimento del controllo, la controllante iscrive al *fair value* tutti gli *asset* della controllata e riconosce il *full goodwill* ad essa riferibile, compreso l'avviamento di pertinenza delle minoranze.

Le variazioni della quota di controllo detenuta trovano riflesso, in particolare, nella modifica del valore del patrimonio di pertinenza delle minoranze, da adeguare alla mutata quota detenuta dalla controllante per effetto della scissione inversa, nonché nell'iscrizione a patrimonio di ogni differenza di valore rilevata tra l'importo dell'adeguamento praticato al patrimonio delle minoranze e il *fair value* del prezzo incassato dalla cessione delle quote a seguito dello *step-down* sul controllo.

Nel bilancio individuale della beneficiaria-controllata, a fronte dell'incremento del capitale al servizio della scissione, le attività e le passività del ramo d'azienda scisso si iscrivono ragionevolmente ai rispettivi *book value*. Stando all'attuale impostazione espressa nell'Ifrs 3, non risulta direttamente disciplinata neppure la possibilità di allocare eventuali differenze di scissione a beni intangibili non contabilizzati o, in ultima istanza, a *goodwill* in quanto, come ben noto, la natura non realizzativa dell'operazione tra entità riconducibili al medesimo soggetto economico non sembra di per sé implicare l'applicazione automatica della contabilizzazione dell'aggregazione secondo l'ordinario metodo acquisitivo (cfr. Efrag-Oic, 2011, in merito alle tre vie in astratto possibili: *a*) applicazione analogica dell'Ifrs 3, anche senza intangibili; *b*) esclusione categorica dell'Ifrs 3 *as is*; *c*) approccio caso per caso funzionale al fabbisogno informativo degli specifici *user*, nella fattispecie minoranze).

Pur appartenendo all'ambito della scissione inversa tra soggetti sottoposti a controllo comune, molto diversa rispetto alla fattispecie ora commentata si presenta l'ipotesi in cui si assiste ad un trasferimento del controllo della beneficiaria-controllata dalla scissa-controllante ad uno dei soci di quest'ultima.

Va da sé che se i soggetti che controllano la scissa-controllante sono, a

⁽¹⁸⁾ Sui risvolti economici e contabili dell'adozione del metodo del *full goodwill*, si rimanda *ex multis* ai seguenti contributi: Della Bella (2006); Casò & Pozza (2005).

loro volta, imprese soggette alla redazione dei conti annuali e consolidati secondo il modello internazionale, non si pongono particolari problemi, venendo l'operazione a configurarsi come un "travaso" formale del controllo tra entità giuridiche differenti riconducibili tuttavia al medesimo soggetto economico. Come tale, non si registrano particolari criticità: in coerenza con il principio della prevalenza della sostanza sulla forma, non potendosi — di regola — configurare un'acquisizione in senso economico, l'operazione rimane esclusa dall'ambito di applicazione dell'Ifrs 3. Specialmente in considerazione delle caratteristiche del contesto italiano, a detta di chi scrive, apparirebbe perciò fortemente opinabile e non raccomandabile in linea generale (e allo stesso modo nella particolare fattispecie aggregativa qui in analisi) l'ipotetica scelta di rappresentare a valori di scambio gli elementi patrimoniali già iscritti, anche identificando eventuali intangibili non contabilizzati o valori di avviamento. Al più, si ritiene maggiormente ragionevole riflettere sulla possibilità concreta di applicare al sistema dei valori del compendio scisso il criterio della *predecessor basis* ⁽¹⁹⁾. Tale principio infatti comporterebbe che la rilevazione degli elementi patrimoniali del ramo aziendale scisso avvenga, nel bilancio individuale della beneficiaria, ai valori riconosciuti dalla scissa-controllante nella redazione del bilancio consolidato, ad esempio, se il ramo aziendale oggetto della scissione inversa fosse stato oggetto di una precedente operazione acquisitiva in senso stretto.

Nell'ipotesi in cui i soci della scissa-controllante, destinatari all'esito della scissione della quota di controllo, fossero soggetti non tenuti alla redazione del bilancio consolidato, si deve segnalare il rischio che la scissa-controllante che redige il consolidato dovrebbe evidenziare la perdita del controllo (*loss of control*) del *business* della beneficiaria per via della scissione inversa. Tale circostanza si verifica in particolare quando il valore del ramo d'azienda oggetto dello scorporo è particolarmente elevato, soprattutto in raffronto al valore economico della beneficiaria *ante*-operazione, ovvero nell'ipotesi di assegnazione non proporzionale ai soci della scissa-controllante delle azioni che la beneficiaria ha emesso a servizio della scissione.

Si riprendano i dati dell'esempio precedente e si supponga che il valore di scambio del complesso aziendale da scindere, *Teta*, risulti essere di € 200.000,

⁽¹⁹⁾ Sebbene le operazioni aggregative tra soggetti a controllo comune non sono oggetto di specifica trattazione neppure nei principi contabili americani, un documento dell'*Emerging Issues Task Force*, l'Eitf 90-5, "*Exchanges of ownership between entities under common control*", indica un approccio contabile fondato su una logica di continuità dei valori a livello di gruppo (c.d. *predecessor basis*). Finora, stante l'assenza di una specifica disciplina Ias-Ifrs sul tema, il nostro Paese si è dimostrato generalmente favorevole a tale approccio di derivazione americana. Peraltro, diversi operatori ritengono possibile, anche in Italia, l'applicazione dell'*acquisition method* in presenza di minoranze di rilievo (in specie nel caso di redazione del modello internazionale di bilancio; mentre nell'ambito del modello nazionale/tradizionale si è di fatto "optato" per una più stretta continuità dei valori). In argomento, si vedano altresì i contributi di Franco (2006) e Biancone (2013). Infine, restando al di fuori dei confini dell'Ifrs 3, è superfluo rammentare che la più estrema tecnica alternativa al *predecessor basis* nota come *fresh start* (basata sull'integrale riespressione a *fair value* di tutti gli elementi appartenenti ai soggetti coinvolti nell'aggregazione) ha riscontrato ovunque scarsi successi.

comprensivo del *goodwill*, a fronte di un *book value* di € 60.000 (“*Net assets* da scindere”).

Nel caso di specie, il valore nominale delle azioni che la beneficiaria-controllata Beta dovrà emettere a servizio della scissione è pari a € 60.000. Infatti:

$$\begin{aligned} & \text{Aumento di capitale sociale di Beta} = \\ & = \text{capitale sociale}_{\text{BETA ante-scissione}} \times (W_{\text{TETA}} / W_{\text{BETA ante-scissione}}) = \\ & = € 30.000 \times € (200.000/100.000) = € 60.000 \end{aligned}$$

Per effetto dell’operazione descritta, il capitale sociale di *Beta*, pari a € 90.000 (somma del capitale sociale *ante-scissione*, € 30.000, e dell’aumento deliberato a servizio dell’operazione, € 60.000), sarà ripartito nel modo di seguito indicato:

- la scissa *Alfa* continuerà a detenere una quota nominale di € 30.000, pari al 33,33% del capitale complessivo;
- al socio *X* spetterà, nell’ipotesi di ripartizione proporzionale, il 60% delle azioni di nuova emissione, corrispondenti a un valore nominale di € 36.000 e a una quota percentuale del 40%;
- al socio *Y* verrà assegnata una partecipazione nel capitale di *Beta* di € 24.000, corrispondente ad una quota percentuale del 26,67%.

Risulta evidente come la scissione inversa, sebbene realizzata tra soggetti sottoposti a controllo comune, implica un travaso del controllo a favore di soci che, in particolari circostanze, possono essere anche estranei all’area di consolidamento del bilancio di gruppo.

In siffatta fattispecie, una soluzione possibile ai problemi di rappresentazione contabile sarebbe quella di evidenziare nei conti consolidati della scissa la perdita del controllo della beneficiaria, così come risulta dalla strutturazione della compagine societaria in seguito all’operazione di scissione inversa. Più precisamente, la sopravvenuta perdita del controllo si risolverebbe contabilmente nella riespressione a *fair value* della quota di partecipazione di minoranza che residua a seguito della scissione inversa. Gli effetti economici della perdita del controllo verrebbero iscritti a conto economico ⁽²⁰⁾.

Occorre infine considerare la fattispecie in cui il perimetro del ramo aziendale da scindere comprende azioni o quote di partecipazione possedute dalla scissa-controllante nella beneficiaria-controllata. Tale fattispecie è assimilabile, in alcuni tratti, alla fusione inversa. Infatti, come nell’incorporazione dell’intero patrimonio della controllante da parte della controllata,

⁽²⁰⁾ L’assenza di controllo neutralizza infatti la possibilità di trattare le differenze tra i *fair value* della partecipazione e i valori di libro alla stregua dei differenziali originatisi in operazioni di compravendita di azioni proprie, che — come è noto — darebbero vita a movimentazioni di patrimonio netto, senza effetto sulla formazione del risultato economico di periodo.

quest'ultima si trova a detenere anche la partecipazione nel proprio capitale, allo stesso modo, nella scissione inversa in questione, la beneficiaria riceve per effetto dell'operazione azioni o quote nel proprio capitale. Esse possono o meno essere rappresentative della complessiva partecipazione che la scissa-controllante detiene nella beneficiaria-controllata.

In modo simmetrico rispetto alla fusione inversa, anche nella descritta fattispecie di scissione si pongono alcune interessanti problematiche. Concentrando l'attenzione sui profili economico-contabili, anche nella scissione inversa totalitaria (in cui la scissa detiene il 100%) della beneficiaria, a differenza dell'ipotesi "diretta" in cui la beneficiaria è unico socio della scissa, occorre procedere a determinare il rapporto di cambio per stabilire sulla base di quale ragione i soci della scissa devono vedersi attribuite le azioni o le quote emesse dalla beneficiaria in cambio di quelle della scissa annullate per effetto dell'operazione.

L'esecuzione del rapporto di cambio può avvenire secondo tre possibili approcci:

- a) l'iscrizione di azioni proprie nel sistema contabile della beneficiaria;
- b) l'annullamento delle azioni proprie della beneficiaria contestualmente alla scissione;
- c) l'assegnazione diretta delle azioni della beneficiaria ai soci della scissa in esecuzione del concambio.

Seguendo il primo approccio, cioè quello che prevede l'iscrizione delle azioni proprie nel sistema contabile della beneficiaria⁽²¹⁾, si deve annotare che le azioni proprie si iscrivono al valore di libro che la partecipazione aveva nel bilancio della scissa prima dell'operazione verificando la sussistenza di una riserva di copertura. In ragione del rapporto di cambio indicato nel progetto di scissione, la società beneficiaria dovrà emettere azioni o quote di capitale da assegnare ai soci della scissa: le eventuali differenze di concambio emergeranno dunque dal raffronto tra l'aumento di capitale sociale deliberato e il valore netto contabile degli elementi patrimoniali ricevuti per effetto della scissione.

Appare evidente che l'assenza di sufficienti riserve "a copertura" delle azioni proprie ricevute rende impraticabile sotto il profilo tecnico l'operazione, in quanto la beneficiaria non avrebbe le condizioni per l'acquisizione integrale delle azioni proprie contenute nel perimetro patrimoniale del ramo d'azienda da scindere.

Si supponga che *Alfa* di proprietà dei soci *X* e *Y* rispettivamente con quote del 70% e del 30% detenga il 100% del capitale di *Beta*. *Alfa* delibera la scissione a favore di *Beta* del ramo d'azienda denominato *Teta*; quest'ultimo comprende anche il 100% della partecipazione che la scissa-controllante *Alfa*

(21) Va detto che dal 2016 la rappresentazione in bilancio delle azioni proprie deve essere di regola effettuata in una riserva negativa, comportando una riduzione del patrimonio netto (nuovo artt. 2357-ter e 2424-bis, c.c.).

detiene nella beneficiaria-controllata *Beta*. Si riportano di seguito i valori contabili e i valori di scambio dei complessi aziendali coinvolti nella scissione.

Situazione patrimoniale (<i>book value</i>) di Alfa ante-scissione			
<i>Net assets</i> restanti	240.000	Patrimonio netto	340.000
Partecipazione in <i>Beta</i> (100%) (<i>Teta</i>)	40.000		
<i>Net assets</i> da scindere (<i>Teta</i>)	60.000		
Situazione patrimoniale (<i>valori di scambio</i>) di Alfa ante-scissione			
<i>Net assets</i> restanti	720.000	Patrimonio netto	850.000
Partecipazione in <i>Beta</i> (100%) (<i>Teta</i>)	60.000		
<i>Net assets</i> da scindere (incluso <i>goodwill</i>) (<i>Teta</i>)	200.000		

Situazione patrimoniale (<i>book value</i>) di Beta ante-scissione			
<i>Net assets</i>	30.000	Patrimonio netto	30.000
Situazione patrimoniale (<i>valori di scambio</i>) di Beta ante-scissione			
<i>Net assets</i> (incluso <i>goodwill</i>)	50.000	Patrimonio netto	50.000

Per semplicità, si mantenga l'ipotesi già assunta in precedenza che i patrimoni netti a *book value* esposti nelle tabelle rappresentino per intero il capitale sociale delle aziende. Il valore nominale unitario delle azioni delle due società è pari a 10 €.

Nella scissione inversa del ramo d'azienda *Teta* a favore della beneficiaria-controllata *Beta*, ipotizzando che la scissa proceda, a fronte dello scorporo, all'annullamento di 10.000 azioni (corrispondente al *book value* degli *asset* netti di *Teta*, comprensivi della partecipazione totalitaria in *Beta*), il rapporto di cambio delle azioni risulta essere di 1,56 (W per azione di *Teta* / W per azione di *Beta* = $[260.000/10.000]/[50.000/3.000]$). Tale concambio si applica, in base al principio generale sancito dall'art. 2504-ter in tema di fusione, solo alle azioni non possedute dalla scissa alla data della fusione. Se si moltiplica la ragione di cambio (1,56) per il numero di azioni della scissa oggetto del concambio (10.000), si ottiene che l'aumento di capitale sociale che la beneficiaria dovrà deliberare ammonta a 156.000 (corrispondenti a 15.600 nuove azioni da € 10 nominali ciascuna).

Nell'esempio proposto, dal raffronto tra i valori netti contabili del ramo d'azienda scisso *Teta* (€ 100.000) e il deliberato aumento di capitale sociale a servizio della scissione emerge un disavanzo da concambio di € 56.000. La situazione patrimoniale post-scissione di *Beta* si presenterebbe come indicato nel prospetto di sintesi che segue.

Situazione patrimoniale di <i>Beta post-scissione</i>			
<i>Net assets</i> preesistenti	30.000	Patrimonio netto	186.000
<i>Net assets</i> scissi (<i>Teta</i>)	60.000	-40.000 (Riserva negativa azioni proprie)	
<i>Disavanzo da concambio</i>	56.000		= 146.000

Si deve altresì osservare che, nell’approccio in parola, la società *Beta* non potrebbe tecnicamente effettuare l’operazione considerato che non dispone preliminarmente di riserve sufficienti per l’acquisto di azioni proprie: in questo caso, la scissione inversa si presenta tecnicamente non fattibile.

Se si considera il secondo approccio, ossia quello che prevede l’annullamento delle azioni proprie della beneficiaria contestualmente alla scissione, si supera l’ostacolo rappresentato dalla carenza di riserve disponibili. In questa circostanza, infatti, le azioni verrebbero immediatamente annullate a fronte della riduzione della corrispondente quota di capitale sociale (ed eventualmente delle riserve disponibili esistenti).

Nell’esempio, le azioni proprie, rappresentanti l’intero capitale di *Beta* ante-scissione, sono iscritte sulla base del valore di libro riconosciuto nel bilancio della scissa-controllante (€ 40.000): al momento dell’annullamento, si dovrà registrare la riduzione del capitale sociale per il valore nominale corrispondente (€ 30.000) e, per la differenza (€ 10.000), si assorbiranno eventuali avanzi di concambio (nel nostro esempio non esistenti) o riserve disponibili. L’eventuale eccedenza (nel nostro esempio, in assenza di avanzi da concambio e di riserve disponibili, € 10.000) verrà mantenuta in bilancio fino a quando non si disporrà di riserve da utilizzare per la sua integrale copertura. Il prospetto patrimoniale che segue illustra il caso.

Situazione patrimoniale di <i>Beta post-scissione</i>			
<i>Net assets</i> preesistenti	30.000	Patrimonio netto	156.000
<i>Net assets</i> scissi (<i>Teta</i>)	60.000	(Residuo da annullamento	
<i>Disavanzo da concambio</i>	56.000	azioni proprie)	(10.000)

Il terzo approccio prevede infine l’assegnazione diretta delle azioni emesse dalla beneficiaria a servizio della scissione ai soci dell’incorporante. In tale circostanza, il rapporto di cambio — calcolato sulla base dei valori economici delle azioni del ramo d’azienda da scindere e della beneficiaria — troverebbe esecuzione prioritariamente mediante l’assegnazione ai soci della scissa delle azioni della beneficiaria comprese nel ramo d’azienda scorporato e, per l’eventuale eccedenza, mediante aumento di capitale sociale con l’effettiva emissione di nuove azioni o quote.

Nell’esempio, al pari di quanto visto in precedenza, il rapporto di cambio conduce all’assegnazione di 1,56 nuove azioni di *Beta* a fronte di ogni azione

di *Alfa* annullata. In questa ipotesi, tuttavia, le azioni da emettere a servizio del concambio non risulteranno 15.600 come negli altri approcci, bensì pari alla differenza tra il numero ipotetico di azioni da emettere a servizio del concambio (15.600) e il numero di azioni di *Beta* contenute nel ramo d'azienda scorporato (4.000). Queste ultime, piuttosto che essere annullate, verranno assegnate ai soci della scissa *Alfa* per le esigenze del concambio.

Alla luce di quanto considerato, *Beta* dovrà aumentare il capitale sociale di € 116.000 (corrispondenti a n. 11.600 azioni di nuova emissione) e attribuire direttamente le 4.000 azioni proprie esistenti nel perimetro patrimoniale del ramo d'azienda *Teta* ai soci della scissa. Pertanto, le differenze di scissione che verranno a generarsi risentono del fatto che la diretta assegnazione delle azioni di *Beta* esistenti nel patrimonio della scissa prima dell'operazione approssima l'ipotesi in argomento a quella in cui il ramo d'azienda scisso fosse privo delle azioni o delle quote della beneficiaria. In ragione di ciò, il raffronto tra l'aumento di capitale sociale deliberato (€ 116.000) e il valore netto contabile degli elementi incorporati (€ 100.000) fa emergere un disavanzo da concambio pari a € 16.000, come indicato nel prospetto patrimoniale che segue.

Situazione patrimoniale di <i>Beta post-scissione</i>			
<i>Net assets</i> preesistenti	30.000	Patrimonio netto	116.000
<i>Net assets</i> scissi (<i>Teta</i>)	60.000		
<i>Disavanzo da concambio</i>	16.000		

Ne deriva che la rappresentazione dell'operazione di scissione inversa tra soggetti sottoposti a controllo comune, nell'ipotesi in cui il patrimonio di scissione comprende azioni o quote della beneficiaria, può essere diversamente rappresentata a seconda delle modalità attraverso le quali si dà esecuzione al rapporto di concambio⁽²²⁾. Le modalità di rappresentazione contabile incidono, come risulta evidenti dagli esempi di volta in volta riportati nelle situazioni patrimoniali, sulla formazione delle differenze di scissione, nonché sul percorso di individuazione della loro natura e della loro conseguente rappresentazione in bilancio.

4. Profili di criticità nelle scissioni inverse. Considerazioni di sintesi.

Il tema della rappresentazione in bilancio dell'operazione di scissione inversa richiede innanzitutto che ne venga affrontato l'aspetto definitorio. Ai fini di questo lavoro, è intesa "scissione inversa" l'operazione in cui l'entità scissa è (*ex ante* o talvolta *ex post*) controllante della beneficiaria.

⁽²²⁾ Cfr. Potito (2003); Dezzani (2010).

Si pone successivamente il problema di stabilire quali sono le finalità che, attraverso la scissione inversa, si vogliono perseguire. È noto infatti che i principi contabili internazionali fondano la rappresentazione delle *business combination* sull'applicazione piena del principio della prevalenza della sostanza sulla forma⁽²³⁾, e dunque sulla distinzione tra operazioni di tipo realizzativo, eseguite tra parti indipendenti, che costituiscono vere e proprie "acquisizioni", e operazioni di natura riorganizzativa, eseguite nell'ambito dei gruppi tra società sotto controllo comune.

L'istituto della scissione inversa può essere utilizzato sia per attuare delle acquisizioni in senso economico-sostanziale, sebbene questa fattispecie appaia meno frequente, sia per raggiungere determinati obiettivi riorganizzativi tra entità riconducibili al medesimo soggetto economico. Occorre tuttavia evidenziare che, nell'ambito delle scissioni inverse *under common control*, per le peculiari caratteristiche dell'operazione, possono verificarsi anche situazioni in grado di determinare una perdita del controllo.

Circa le finalità realizzative, è possibile che un'operazione di acquisizione possa essere eseguita in forma inversa (anche) tramite la scissione, ad es. ove la beneficiaria (preesistente), per effetto del concambio, diventi sostanzialmente controllata da nuovi soggetti, cioè i soci della scissa-trasferente. In tale circostanza, la scissione inversa — configurando un trasferimento sostanziale di *business* — rientra nell'ambito più ampio delle *reverse acquisition*, cioè di quelle operazioni — trattate dall'Ifrs 3, App. B — in cui l'entità beneficiaria (cioè il soggetto che emette i titoli partecipativi) risulta essere, al contempo, acquirente legale e acquisito economico⁽²⁴⁾. In questi casi, si assume che il costo dell'aggregazione sia stato sostenuto dalla beneficiaria (che appare formalmente come l'acquirente) sotto forma di strumenti rappresentativi di capitale emessi a favore dei proprietari della scissa, risultando l'acquirente sostanziale, con la conseguenza che — ai fini della rappresentazione contabile nel bilancio consolidato concernente la beneficiaria — le attività e le passività della scissa verranno assunte ai precedenti valori contabili, mentre le attività e le passività della beneficiaria — assumendo la qualifica di sostanziale acquisita — verranno iscritte al *fair value*, con la possibilità di allocare ad avviamento l'eventuale eccedenza del costo dell'aggregazione rispetto alla quota di interessenza della scissa nel *fair value* netto degli elementi della beneficiaria.

Nelle operazioni tra soggetti sottoposti a controllo comune, invece, la scissione inversa viene a configurarsi nelle situazioni in cui esiste un vincolo di controllo tra la scissa-controllante e la beneficiaria-controllata. Più precisamente, in presenza di un vincolo di controllo tra scissa e beneficiaria, la

⁽²³⁾ Sulla rilevanza teorica e pratica del principio della prevalenza della sostanza sulla forma, si rinvia a Albertinazzi (2002) e Maglio (1998).

⁽²⁴⁾ A tal proposito, si rammenta che — nello schema tradizionale di un'operazione mediante scambio di interessenze partecipative — il soggetto che emette le interessenze medesime è generalmente l'acquirente.

scissione inversa comporta che, a seguito della concentrazione dell'intero patrimonio della beneficiaria con una frazione del patrimonio della scissa-controllante, le azioni emesse dalla beneficiaria a servizio dell'operazione vengano destinate ai soci della controllante.

Sotto il profilo della rappresentazione in bilancio, l'operazione si atteggia diversamente a seconda che il perimetro di scissione racchiuda o meno quote di partecipazione della scissa-controllante nella beneficiaria-controllata.

Nel caso in cui il patrimonio scisso non comprenda quote di partecipazione della scissa-controllante nella beneficiaria-controllata, la scissione inversa può essere rappresentata contabilmente secondo le regole dello *step-down* sul controllo, ovvero sia similmente a quelle operazioni nelle quali la controllante cede una partecipazione di minoranza, pur conservando il controllo societario sull'entità le cui quote hanno rappresentato oggetto di cessione. Diversamente, nell'ipotesi in cui il perimetro di scissione risulti comprensivo di quote di partecipazione della scissa-controllante nella beneficiaria-controllata, si pongono problemi di rappresentazione contabile analoghi a quelli della fusione inversa, con particolare riferimento alla fattibilità giuridico-formale dell'operazione e alle modalità di esecuzione del rapporto di cambio. Più precisamente, su quest'ultimo aspetto, appare preferibile la soluzione che prevede l'assegnazione diretta delle azioni della beneficiaria ai soci della scissa in esecuzione del concambio, senza il passaggio formale di azioni o quote proprie nel bilancio della beneficiaria.

Va anche sottolineato che i principi contabili internazionali (e similmente il D.Lgs. 139/2015) risolvono, almeno in parte, la disputa — emersa in dottrina, anche a seguito di talune posizioni giurisprudenziali — tra attribuzione diretta delle azioni e iscrizione nel bilancio post-operazione: l'impostazione secondo la quale le azioni proprie devono essere iscritte a riduzione del patrimonio netto neutralizza gli effetti della differente interpretazione giuridico-formale dalla vicenda.

È opportuno inoltre sottolineare che le peculiarità della scissione inversa rendono poi necessaria un'attenta analisi degli assetti proprietari successivi all'operazione. Infatti, se da un lato appare scontato che, in un'operazione tra soggetti sottoposti a controllo comune, non si debba assistere ad un "travaso" sostanziale del controllo, tant'è che l'operazione medesima è estranea ai fini dell'Ifrs 3, dall'altro lato occorre considerare che la scissione inversa potrebbe determinare, per effetto del concambio, una "fuoriuscita" del controllo della beneficiaria-controllata dalla scissa-controllante, a favore di uno dei soci di questa.

Se il socio della scissa che raggiunge il controllo della beneficiaria-controllata, per effetto del concambio scaturente dalla scissione inversa, è tenuto alla redazione del bilancio consolidato, appare ragionevole oltre che raccomandabile — per chi scrive — optare, nel preparare la situazione complessiva post-scissione, per l'applicazione di un criterio di continuità dei valori contabili: resta quindi aperta la possibilità, suggerita da più parti, di

adottare — in presenza di determinate condizioni — principi di continuità dei valori contabili a livello di bilancio consolidato (c.d. *predecessor basis method*), più che a livello di bilancio individuale (c.d. *pooling of interest method*). Se invece il socio della scissa che, per effetto della scissione inversa diviene il soggetto controllante la beneficiaria, non è tenuto a redigere il consolidato, la rappresentazione della situazione patrimoniale del gruppo di impresa cui entrambe le entità coinvolte nell'operazione sono riconducibili richiede di applicare le regole della perdita del controllo, tipiche delle operazioni tra soggetti indipendenti.

Per quanto riguarda la disciplina interna e, in particolare, il disposto dell'art. 2504-*bis* c.c., in tema di redazione del primo bilancio post-operazione, la scissione inversa appare infine riconducibile al criterio generale della continuità dei valori contabili, sancito indistintamente per le fusioni e le scissioni in ambito domestico. Tale criterio non richiede al redattore del bilancio di approfondire la distinzione fra operazioni di tipo realizzativo e operazioni di natura riorganizzativa, impedendo di fatto una piena e coerente applicazione del principio della prevalenza della sostanza sulla forma.

Futuri auspicabili sviluppi della disciplina del bilancio di esercizio potranno consentire la contabilizzazione a pieni *fair value* degli elementi patrimoniali attivi e passivi acquisiti, nonché dell'eventuale avviamento, nell'ipotesi in cui l'operazione comporti l'acquisizione del controllo⁽²⁵⁾. Se ciò, da un lato, potrà realizzare una convergenza della normativa civilistica verso i principi contabili internazionali anche con riferimento alle operazioni straordinarie in discorso, dall'altro lato rivela l'esigenza di affrontare internamente — in modo puntuale e chiaro — la problematica relativa al trattamento contabile da riservare alle aggregazioni tra entità sottoposte al controllo del medesimo soggetto economico.

Riferimenti bibliografici

- ALBERTINAZZI, G. (2002), *Sostanza e forma nel bilancio di esercizio. Dal principio della prevalenza della sostanza sulla forma alla proposizione di un particolare modello di definizione dell'oggetto di rappresentazione di bilancio*. Giuffrè, Milano.
- AMADUZZI, A. (1953), *L'Azienda, nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*. Utet, Torino.
- BERTINI, U. (1990), *Il sistema d'azienda. Schema di analisi*. Giappichelli, Torino.
- BIANCHI, L.A. (2006), *Commento all'art. 2504-bis*, in P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Commentario alla riforma delle società*. Egea, Milano.
- BIANCONE, P. P. (2013), "Business Combinations Under Common Control (BCUCC): the Italian Experience", in *GSTF Business Review* (GBR), 2(3), 51.
- CARAMIELLO, C. (1993), *L'azienda. Alcune brevi riflessioni introduttive*. Giuffrè, Milano.

⁽²⁵⁾ Tra i commenti più interessanti si veda: Bianchi (2006); Casò & Militello (2005).

- CASÒ, M., & MILITELLO, M. (2005), “Fusione e conferimenti nei bilanci IFRS: verso il tramonto del codice civile?”, in *La Valutazione delle Aziende*, n. 38.
- CASÒ, M., & POZZA, L. (2005), “Ifrs 3 - Business Combinations, il puzzle dello step up sul controllo”, in *La valutazione delle aziende*, n. 36.
- CASSANDRO, P.E. (1979), *Le aziende - Principi di ragioneria*. Cacucci, Bari.
- CONFALONIERI, M. (2000), *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*. Il Sole 24 ore, Milano.
- D’ALESSANDRO, F. (1990), “La scissione delle società”, in *Rivista del notariato*.
- DELLA BELLA, C. (2006), *Impairment. Le valutazioni per il bilancio: la stima del full goodwill*, UBE, Milano.
- DEZZANI, F. (2010), “La fusione inversa”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto.
- DEZZANI, F., BIANCONI, P.P., & BUSSO, D. (2012), *IAS/IFRS*. Ipsoa, Milano.
- EFRAG-OIC (2011). *Discussion Paper - Accounting for Business Combinations Under Common Control*. Brussels.
- EPSTEIN, B.J., & JERMAKOWICZ, E.K. (2011), *Interpretation and Application of International Accounting and Financial Reporting Standards*. John Wiley & Sons, New York.
- FERRERO, G. (1987), *Impresa e management*. Giuffrè, Milano.
- FRANCO, A. (2006), “Le operazioni di riorganizzazione infragruppo: profili contabili alla luce dei principi contabili internazionali”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2.
- GAREGNANI, G.M. (2002), *La fusione inversa*. Egea, Milano.
- GIANNESI, E. (1960), *Le aziende di produzione originaria*. Corsi, Pisa.
- IASB (2010), *IFRS 3 - Business Combinations*. London.
- GIUNTA, F., & PISANI, M. (2008), *Il bilancio*, Apogeo Education, Milano.
- LEVITIN, M., & VOLKERT L. (1991), “Exchanges of ownership interests between entities under common control”, in *Journal of Accountancy*, march.
- MAGLIO, R. (1998), *Il principio contabile della prevalenza della sostanza sulla forma*. Cedam, Padova.
- MAGLIUOLO, F. (2012), *La scissione delle società*. Wolters Kluwer, Milano.
- MASINI, C. (1979), *Lavoro e risparmio*. Utet, Torino.
- NOBES, C., & PARKER, R. (2008), *Comparative International Accounting*. Prentice Hall, Boston.
- ONESTI, T., & ROMAGNOLI, I. (1996), *La scissione di società*. Giappichelli, Torino.
- ONESTI, T., & ROMANO, M. (2007), “La fusione inversa. Aspetti di rappresentazione contabile nella prospettiva Ias/Ifrs”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto.
- ONESTI, T., ROMANO, M., & TALIENTO, M. (2015), “Acquisition-type or merger-type accounting? Further insights on transactions involving businesses governed by the same party(-ies)”, in *Financial Reporting*, n. 2.
- ONIDA, P. (1971), *Economia d'azienda*, Utet, Torino.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ (2007), *Oic n. 4. Fusione e Scissione*. Roma.
- PEROTTA, R. (2006), *L'applicazione dei principi contabili internazionali alle business combinations*. Giuffrè, Milano.
- PEROTTA, R. (2007a), “La diverse modalità di attuazione della fusione e della scissione inversa”, in *Giurisprudenza commerciale*, 34.1.
- PEROTTA, R. (2007b), *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, Giuffrè, Milano.
- PEROTTA, R., & BERTOLI, L. (2015), *Le operazioni straordinarie. Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*, Giuffrè, Milano.

- POTITO, L. (2003), “Fusione inversa”, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, gennaio-febbraio.
- POTITO, L. (2016), *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Giappichelli, Torino.
- VANETTI, C.B., & SALERNO, F. (2012), *Conferimento d'azienda e scissione delle società*. Giappichelli, Torino.
- ZANDA, G. (1974), *La grande impresa. Caratteristiche strutturali e di comportamento*. Giuffrè, Milano.
- ZANDA, G. (2007), *Il bilancio delle società. Lineamenti teorici e modelli di redazione*. Giappichelli, Torino.
- ZAPPA, G. (1957), *Le produzioni nell'economia delle imprese*. Giuffrè, Milano.

CORPORATE GOVERNANCE

L'AUTOVALUTAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE: TENDENZE E PROSPETTIVE

di GIUSEPPE CRISCI (*) e MARIA GAIA SOANA (**)

1. Premessa.

Il Comitato per la Corporate Governance, costituito ad opera di Borsa Italiana, Assogestioni, ABI, ANIA, Assonime e Confindustria, a partire dal 2006 ha previsto, nell'ambito del codice di autodisciplina, che il consiglio di amministrazione effettui, almeno una volta all'anno, una valutazione su dimensione, composizione e funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati.

Le origini dell'autovalutazione del consiglio di amministrazione vanno ricercate negli Stati Uniti, quando nel 1994 la National Association of Corporate Directors, con sede a Washington, pubblicò il documento *"The Blue Ribbon Commission report on performance evaluation of CEOs, boards and directors"* (1). L'anno successivo anche il Comitato sulla Corporate Governance del Toronto Stock Exchange in Canada e il Comitato Vienot in Francia elaborarono alcune *guidelines* in tema di *board evaluation*. In particolare, il Toronto Stock Exchange (1995), nel documento *"Where were the directors? Guidelines for improved corporate governance"*, suggerì che "ogni consiglio di amministrazione implementasse un processo, condotto dal comitato nomine o da un altro specifico comitato, volto a valutare l'efficacia del consiglio nel suo insieme, dei comitati interni ed il contributo dei singoli consiglieri (2)". Analogamente il Comitato Vienot, con l'obiettivo di rafforzare la fiducia degli investitori nei *board* delle imprese, elaborò alcune linee guida nell'ambito delle quali propose che "ogni consiglio di amministrazione valutasse periodi-

(*) giuseppe.crisci@criscipartners.net.

(**) mariagaia.soana@unipr.it.

(1) La medesima Commissione, nel 2000, pubblicò un ulteriore report sul tema intitolato *"Board evaluation: improving director effectiveness"*.

(2) Il riferimento è al paragrafo 5.28 del documento *"Where were the directors? Guidelines for improved corporate governance"*.

camente la propria composizione ed il proprio funzionamento, informando gli azionisti delle conclusioni del processo e delle azioni intraprese⁽³⁾”.

Negli anni 2000 l'adozione della pratica della *board evaluation* fu suggerita anche in Germania (German Panel on Corporate Governance, 2000), in Australia (Australian Stock Exchange Corporate Governance Council, 2003) e in Inghilterra (Financial Reporting Council, 2003). La crescente sensibilità verso il tema spinse nel 2005 la Commissione Europea a raccomandare per la prima volta ai *board* delle società quotate europee di effettuare un *assessment* annuale del proprio operato, ovvero di valutare “la sua composizione, organizzazione e funzionamento come gruppo, nonché giudicare la competenza e l'efficienza di ciascun membro del consiglio e dei comitati da esso costituiti⁽⁴⁾”. Nel 2011 la Commissione Europea ribadì questo orientamento nell'ambito del Libro Verde in tema di governo societario e suggerì il ricorso periodico ad un consulente esterno, precisando in proposito che ricorrere con regolarità (ad esempio, ogni tre anni) ad un facilitatore esterno potrebbe migliorare la qualità della valutazione del consiglio, in quanto fornirebbe una prospettiva oggettiva e consentirebbe di condividere le migliori pratiche in uso presso altre società. I dati raccolti dalla Commissione indicano che è soprattutto nei periodi di crisi o in caso di mancanza di comunicazione tra i membri del consiglio di amministrazione che un valutatore esterno rappresenta un chiaro valore aggiunto⁽⁵⁾, posizione che si giustifica con il fatto che l'attività di *board evaluation* costituisce un esercizio complesso, articolato e delicato. In quest'ottica, è importante che essa sia gestita da un soggetto specializzato e con un'elevata esperienza, che sia in grado di sviluppare al meglio il processo, tenendo in adeguata considerazione i dati sensibili, le *soft information* e le individualità dei singoli consiglieri.

Ad oggi, la maggior parte dei codici di *corporate governance* adottati nei Paesi europei suggerisce ai *board* delle società quotate di effettuare almeno annualmente la propria autovalutazione. Per quanto riguarda l'Italia, il codice di autodisciplina, qui citato nella versione più recente aggiornata a luglio 2015, prevede che il consiglio di amministrazione effettui “almeno una volta all'anno una valutazione sul funzionamento del consiglio stesso e dei suoi comitati, nonché sulla loro dimensione e composizione, tenendo anche conto di elementi quali le caratteristiche professionali, di esperienza, anche manageriale, e di genere dei suoi componenti, nonché della loro anzianità di carica”.

Nei paragrafi che seguono forniremo una descrizione del processo di *board review*, prendendo in esame gli obiettivi perseguiti, i soggetti coinvolti

⁽³⁾ Il riferimento è al documento “*The boards of directors of listed companies*”, pag. 5.

⁽⁴⁾ Il riferimento è alla raccomandazione “2005/162/EC of 15 February 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board”, sezione II, par. 8.

⁽⁵⁾ Il riferimento è al documento “*The UE Corporate Governance framework, Green Paper*”, pag. 8-9.

e gli approcci metodologici utilizzabili. Saranno inoltre analizzate le tendenze in tema di *board evaluation* ad oggi diffuse in Italia, anche rispetto alle tendenze in essere in un Paese particolarmente avanzato in merito alle *best practices* nell'ambito del *board self-assessment*, quale è ritenuto l'Inghilterra. A questo proposito, sarà presentato un confronto tra le 40 società quotate italiane incluse nell'indice FTSE/MIB in data 30 giugno 2015 e le prime 40 società incluse nell'indice FTSE 100 alla stessa data. In conclusione, saranno proposte alcune riflessioni relative agli sviluppi attesi ed alle prospettive future in tema di autovalutazione del consiglio di amministrazione.

2. Il processo di autovalutazione.

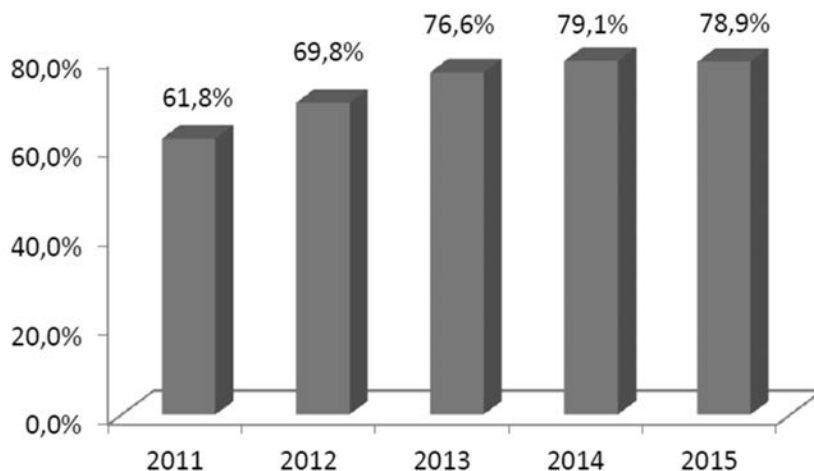
Benché la maggior parte dei codici di *corporate governance* adottati nei Paesi europei incoraggi i consigli di amministrazione delle società quotate ad effettuare periodicamente la propria autovalutazione, sussistono punti di vista critici in merito all'utilità della *board evaluation*. Da un lato, c'è chi sottolinea i numerosi potenziali benefici che la *board review* consente di perseguire (Schnase, 2004; Kiel e Nicholson, 2005; Long, 2006), sia per il consiglio globalmente inteso che per il singolo consigliere, in termini di esercizio e sviluppo della *leadership*, chiarezza dei ruoli, capacità di *team-working*, trasparenza, svolgimento dei processi decisionali, comunicazione e legittimazione. Dall'altro lato, c'è chi osserva come l'autovalutazione del consiglio di amministrazione sia *time-consuming* per i consiglieri (soprattutto per gli esecutivi), possa ridurre la collegialità dell'organo (Schnase, 2004) e sia spesso condotta solo a scopi formali (Leblanc, 2007), ovvero con l'unica finalità di adempiere meramente ad un dettame del codice di autodisciplina rispetto al quale l'impresa vuole risultare *compliant*.

Gli scopi del *board self-assessment* dovrebbero invece essere ben diversi dall'espletamento di un mero adempimento burocratico. Tali "nobili" obiettivi, secondo Kiel e Nicholson (2005), possono essere circoscritti a due principali categorie: l'affermazione della *leadership* nel *board* (ad esempio, fornire ai consiglieri dei suggerimenti per la crescita delle loro conoscenze professionali e del ruolo all'interno del consiglio) e la risoluzione di eventuali problemi (come, ad esempio, aree da migliorare nella governance dell'impresa o nel funzionamento del *board*). La definizione e, ancor più, l'ampia condivisione nel *board* delle finalità del processo sono elementi di estrema importanza, poiché condizionano lo svolgimento delle fasi successive, l'entità delle risorse utilizzate, la collaborazione dei soggetti coinvolti e l'utilità degli esiti del processo.

Nonostante la persistenza di alcuni scetticismi sull'utilità o percezioni di formalità della *board review*, essa risulta essere una prassi piuttosto conso-

lidata tra le società quotate italiane. Dal terzo rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina (Comitato per la Corporate Governance, 2015) emerge infatti come nel 2015 ben 180 imprese (pari al 79% del totale) abbiano comunicato di avere effettuato l'autovalutazione del consiglio di amministrazione relativa al 2014, dato sostanzialmente in linea rispetto a quello dell'anno precedente, come appare dalla Figura 1.

Figura 1: Società italiane quotate che hanno effettuato la *board evaluation* (dato in %)



Fonte: Assonime-Emittenti Titoli (2015)

Concentrandosi sui dati delle 40 società quotate di maggiori dimensioni, ponendoli a confronto con gli omologhi dati delle 40 maggiori società quotate inglesi, nel 2015 ben 36 delle 40 imprese italiane hanno dichiarato di aver svolto il *board self-assessment* relativo all'esercizio precedente, registrando un incremento di due unità rispetto al 2014 ed avvicinandosi ulteriormente al dato inglese di 40 su 40.

La *disclosure* sulla *board evaluation* appare buona, ma migliorabile. Essa risulta infatti effettuata da 32 delle 40 società italiane, verso peraltro la totalità delle 40 inglesi. La qualità della *disclosure* del processo appare eterogenea. In particolare, ben 14 delle società italiane inserite nel campione d'indagine, verso 6 delle inglesi, hanno dichiarato di differenziare l'impostazione dell'autovalutazione del consiglio di amministrazione in funzione dell'anno di mandato, fornendo al riguardo informazioni abbastanza analitiche. Questo dato può essere spiegato dal fatto che l'ultima versione del codice di autodisciplina di Borsa Italiana ha esplicitamente previsto che la realizzazione dell'attività di *board evaluation* possa "essere collegata alla durata

triennale del mandato del consiglio di amministrazione, con modalità differenziate nei tre anni ⁽⁶⁾”.

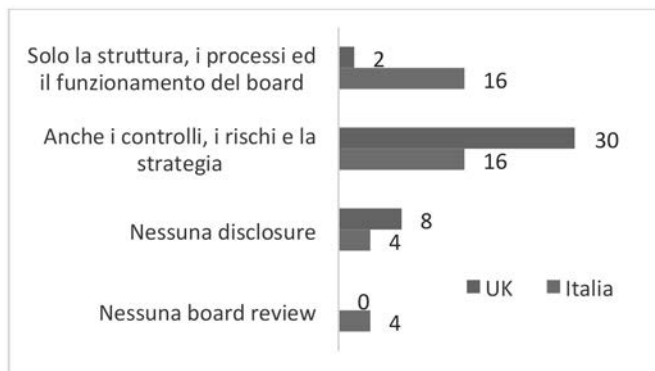
Un ulteriore aspetto meritevole di attenzione riguarda le aree di valutazione. A questo proposito non esiste un'unica soluzione possibile. Le aree che il *board self-assessment* dovrebbe coprire dipendono infatti da numerosi fattori, quali il tipo di organizzazione, il settore in cui l'azienda opera ed il momento storico che vive, l'ampiezza e la complessità del *business*. Gli aspetti da valutare sono molteplici, e possono essere ricondotti a due categorie principali: (i) la struttura, i processi ed il funzionamento del *board* e (ii) i controlli, i rischi e la strategia. La prima include, tra gli altri, i seguenti profili d'indagine: la definizione intesa e la comprensione del ruolo assunto dal consiglio di amministrazione e dai comitati e dei compiti da essi svolti, la composizione dell'organo e dei comitati in termini di *mix* di competenze, esperienze e *diversity*, le dinamiche dei processi decisionali, le relazioni tra il *board*, i comitati ed il *management* e l'allocazione a questi di specifiche deleghe di responsabilità, la qualità del dibattito consiliare e della documentazione inviata prima della riunioni, il funzionamento dei comitati, lo svolgimento dell'attività di *induction* e di continuo aggiornamento ed il supporto fornito dalla segreteria societaria. La seconda categoria comprende altri aspetti di valutazione, quali l'attenzione dedicata dal consiglio allo sviluppo ed al monitoraggio del piano strategico, ai rischi ed ai controlli.

Confrontando la realtà italiana e quella anglosassone sull'insieme di questi aspetti emergono differenze rilevanti tra i due Paesi. In Inghilterra, infatti, 30 delle 40 società inserite nel campione d'indagine hanno dato *disclosure* di aver valutato, nell'ambito della *board review*, sia l'area della struttura, dei processi e del funzionamento del consiglio che quella dei controlli, dei rischi e della strategia. In Italia, invece, 16 imprese su 40 hanno indicato di aver preso in esame entrambe le aree, come evidenziato in Figura 2. Per l'area dei controlli, dei rischi e della strategia, in particolare, le 16 imprese italiane hanno accennato solo sommariamente al coinvolgimento ed alle modalità di attenzione dedicata dal *board* agli aspetti strategici. Al contrario, la *disclosure* effettuata dalle 30 società inglesi ha dato notevole rilievo a tali aspetti, nell'ambito dei quali sono peraltro stati ricondotti anche i temi dei piani di successione, dei rapporti con gli azionisti, del *project management* e della cultura aziendale, come suggerito dal Financial Reporting Council (2011) ⁽⁷⁾.

⁽⁶⁾ Il riferimento è al codice di autodisciplina, articolo 1, commento, pag. 9.

⁽⁷⁾ Il riferimento è al documento “*Guidance on board effectiveness*”, pag. 11-12.

Figura 2: Le aree di valutazione delle 40 maggiori società quotate italiane e inglesi



Fonte: elaborazione propria

In generale, sulla base della loro *disclosure*, le società inglesi sembrano adottare nell'ambito della *board review* un approccio maggiormente incentrato sulle *performance* del consiglio in termini di efficacia dello stesso nello svolgimento della propria funzione di *oversight* e supporto strategico al *management* e sulle opportunità di miglioramento della sua performance in relazione ai piani da conseguire, evidenziando un orientamento *forward-looking* della propria *board self-evaluation*. Le società italiane paiono, invece, attribuire un maggior peso agli aspetti di *compliance* e avere, nell'autovalutazione, un orientamento prevalentemente *backward-looking*.

Le *best practices* in tema di *board self-assessment* prevedono di individuare durante il processo di valutazione i punti di forza e i punti di debolezza del *board* e di evidenziarli negli esiti dell'autovalutazione. In particolare, ogni necessità od opportunità di miglioramento dovrebbe essere identificata, analizzata e discussa al fine di pianificare adeguate azioni correttive, la cui implementazione dovrebbe essere monitorata nel tempo in termini di *follow-up*. Nel fare questo è opportuno mantenere un atteggiamento prudente in termini di *disclosure*, quale peraltro suggerito dalla Commissione Europea (2011) che, onde incoraggiare la massima trasparenza, indica come nell'ambito del processo sia opportuno garantire una certa riservatezza. Di conseguenza, l'obbligo di pubblicità dovrebbe limitarsi (prevalentemente) all'illustrazione del processo di valutazione⁽⁸⁾, approccio coerente con quello adottato dal codice di autodisciplina italiano, che ha anch'esso scelto di "non raccomandare la diffusione degli esiti della valutazione"⁽⁹⁾.

⁽⁸⁾ Il riferimento è al documento "The UE Corporate Governance framework, Green Paper", pag. 9.

⁽⁹⁾ Il riferimento è al documento "La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain", pag. 35.

Relativamente agli esiti dell'autovalutazione vi è una differenza evidente tra la *disclosure* delle maggiori quotate italiane e inglesi. Per quanto riguarda l'Italia, 20 imprese dell'indice FTSE/MIB hanno dichiarato nel 2015 sia le aree di eccellenza del *board* che quelle di miglioramento riscontrate nell'ambito della *board review*, 9 hanno esplicitato solo le aree di eccellenza ed una ha ritenuto utile indicare solo le aree di miglioramento. In Inghilterra, invece, 18 società del campione d'indagine hanno esplicitato sia i punti di forza che i punti di debolezza individuati nel corso del processo di autovalutazione, ulteriori 12 società hanno indicato solo i profili di miglioramento identificati, mentre altre 3 si sono limitate a descrivere i profili di eccellenza riscontrati. In termini di qualità della *disclosure* degli esiti dell'autovalutazione, le imprese italiane si limitano generalmente ad informazioni piuttosto sintetiche mentre, al contrario, le imprese inglesi forniscono informazioni spesso analitiche e comprensive dei dettagli sulle azioni intraprese per far fronte alle criticità emerse nella precedente *board review* e, talvolta, su quelle opportune per cogliere miglioramenti futuri.

3. I soggetti coinvolti.

Un importante aspetto della *board evaluation* riguarda la definizione dei soggetti ai quali è esteso il processo di autovalutazione. È possibile identificare tre distinti gruppi: il consiglio di amministrazione ed i suoi comitati, nel loro complesso, i singoli consiglieri e gli ulteriori soggetti chiave nell'ambito della governance societaria.

L'autovalutazione del *board* e dei suoi comitati, nel loro complesso, è assai diffusa tra le società quotate, sia in Italia che nel resto d'Europa, poiché suggerita dalla maggior parte dei codici di governance ad oggi elaborati. Essa implica un giudizio dei singoli consiglieri sul consiglio di amministrazione inteso nel suo insieme, consentendo di verificare la consapevolezza del ruolo e delle responsabilità dell'organo collegiale. Altrettanto diffusa in ambito europeo risulta, ad oggi, l'autovalutazione dei comitati che, attraverso *self-assessment* dedicati, vengono analizzati nella loro composizione, nel loro funzionamento e nella loro capacità di supportare efficacemente il consiglio nelle materie di specifica competenza.

La valutazione dei singoli consiglieri implica invece la formulazione di un giudizio da parte di ogni *board member* sui colleghi e/o, talvolta, anche su sé stessi. Nel primo caso si parla di *peer evaluation* e, nel secondo caso, di *self evaluation*. Quest'ultima ha lo scopo di stimolare ogni consigliere ad una riflessione personale sull'apporto che fornisce all'organo collegiale. Tale riflessione spesso può non essere, tuttavia, adeguatamente obiettiva poiché, come tutte le persone, anche i *board member* tendono ad avere e proiettare

un'immagine personalizzata di sé. La *peer evaluation*, differentemente, richiedendo ad ogni consigliere una valutazione dei propri colleghi, in termini di punti di forza e di debolezza, delle loro competenze, partecipazione e contributo in relazione al dibattito ed alle decisioni consiliari, consente di meglio identificare l'apporto fornito dai singoli al consiglio, permettendo di individuare eventuali competenze sottoutilizzate, non riconosciute o carenti all'interno dell'organo. La valutazione sui *board member* non deve necessariamente essere estesa a tutti i componenti del consiglio di amministrazione. Essa può infatti essere limitata, se opportuno, ad alcune figure chiave, quali il Presidente, il *Chief executive officer* (CEO) e, talvolta, il *lead independent director*. La normativa europea sottolinea da tempo l'importanza della valutazione del Presidente volta a consolidare o accrescere l'efficacia della sua *leadership* e del critico ruolo svolto, quale coordinatore delle attività del consiglio e garante della governance societaria. La Commissione Europea (2011) ha infatti ritenuto opportuno precisare che, tra gli altri aspetti, "la valutazione dovrebbe riguardare anche il ruolo del Presidente ⁽¹⁰⁾".

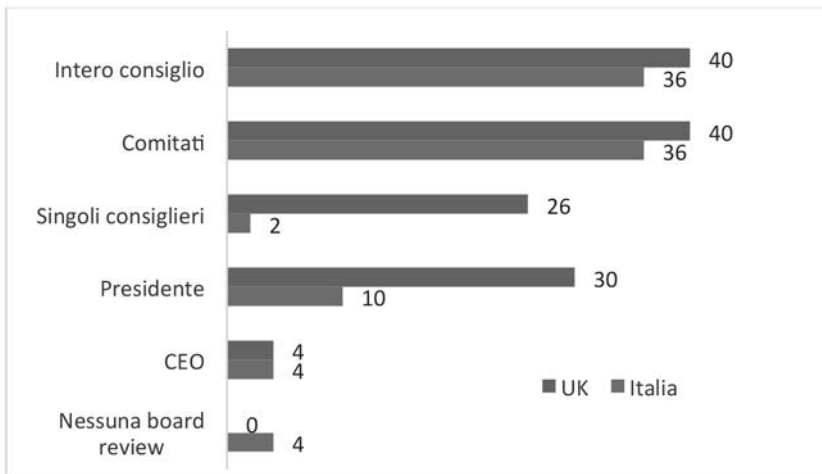
Il terzo gruppo comprende i soggetti chiave nell'ambito della governance societaria diversi dai consiglieri. In esso viene tipicamente inserita la segreteria societaria, le cui mansioni raggiungono spesso livelli di elevata professionalità e complessità in termini relazionali e di *compliance*.

Il codice di autodisciplina italiano, per quanto riguarda l'ampiezza dell'autovalutazione nell'ambito della *board review*, si limita a suggerire come oggetto dell'*assessment* il funzionamento del consiglio e dei suoi comitati, mentre il codice inglese prevede che esso sia esteso anche ai singoli consiglieri. La valutazione dei singoli ha lo scopo di "verificare che ogni *board member* continui a fornire un contributo efficace e a dimostrare un adeguato *commitment* in relazione al ruolo ricoperto ed ai doveri ad esso collegati, compresa la disponibilità di tempo dedicata al consiglio e ai comitati ⁽¹¹⁾". Il *Corporate Governance Code* inglese assegna inoltre la responsabilità della valutazione del Presidente agli amministratori non esecutivi, coordinati dal *senior independent director*. Alla luce di queste considerazioni, non stupisce come la maggior parte delle società inglesi inserite nel campione abbia effettuato nel 2015, oltre alla valutazione del *board* e dei suoi comitati, anche quella dei singoli consiglieri e del Presidente. Al contrario, solo 10 e 2 imprese italiane hanno rispettivamente effettuato un *assessment* specifico su Presidente e la *peer review*, come evidenziato il Figura 3.

⁽¹⁰⁾ Il riferimento è al documento "The UE Corporate Governance framework, Green Paper", pag. 10.

⁽¹¹⁾ Il riferimento è a "The UK Corporate Governance Code" (2014), B.6, *Supporting Principles*, pag. 14.

Figura 3: I soggetti valutati dalle 40 maggiori società quotate italiane e inglesi



Fonte: elaborazione propria

Un ulteriore aspetto da definire nell'ambito della *board evaluation* riguarda i soggetti da coinvolgere nella valutazione. Teoricamente è possibile estendere il processo di *assessment* ad una vasta pluralità di soggetti esterni ed interni l'impresa, quali i manager, i dipendenti chiave, gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti; spesso ci si limita però ai componenti del consiglio di amministrazione, al segretario del consiglio ed a qualche manager, la cui presenza nelle riunioni di consiglio sia frequente. In Italia, essendo il sistema tradizionale il modello di governance più diffuso a livello nazionale, sempre più spesso anche al collegio sindacale o al suo Presidente viene richiesto di esprimere una valutazione sulla composizione e sul funzionamento del *board*.

Sempre in tema di attori coinvolti, è importante definire i soggetti incaricati di condurre il processo di *self-assessment*. A questo proposito si è soliti distinguere tra autovalutazione interna ed esterna. L'*internal review* implica che il *self-assessment* venga condotto da soggetti interni all'azienda: si tratta generalmente del Presidente, ma in alcuni casi il riferimento può essere ad un amministratore non esecutivo, quale il *lead independent director*, o ad un comitato interno, come il comitato governance o il comitato nomine. L'autovalutazione interna, da un lato, ha il vantaggio di garantire confidenzialità e di consentire l'applicazione di standard interni noti, stimolando anche gli amministratori più scettici a partecipare al processo. Dall'altro lato, tuttavia, l'*internal review* risente delle distorsioni, insite nell'essere membro interno ed in causa, del soggetto che conduce l'*assessment*, fatto che può condizionare negativamente la spontaneità dei consiglieri nel manifestare i punti di debolezza del *board*. In questa prospettiva, le *best practices*

internazionali, alcuni codici di governance (come quello inglese), nonché le Disposizioni di Vigilanza per le banche emanate da Banca d'Italia⁽¹²⁾ suggeriscono di ricorrere, almeno una volta nel corso del mandato triennale, al supporto di un consulente esterno. Si ritiene che quest'ultimo possa, in generale, fornire maggiore indipendenza e trasparenza al processo, aumentare la qualità dell'indagine attraverso l'esperienza maturata nelle precedenti autovalutazioni, incentivare la spontaneità dei consiglieri nel manifestare le criticità che caratterizzano il *board*, oltre che "accrescere l'importanza e l'oggettivazione del procedimento, con conseguenze positive in termini di tempo e di attenzione a esso dedicati da parte dei membri del consiglio"⁽¹³⁾.

Dal confronto operato su quali soggetti abbiano condotto il processo di autovalutazione delle 40 società italiane inserite nel FTSE/MIB e delle 40 maggiori società inglesi inserite nel FTSE 100 è emerso che nel 2015 ben 22 imprese italiane e 15 inglesi sono ricorse al supporto di un consulente esterno per la conduzione della *board review*. In quest'ottica, è bene precisare che tutte le 40 società inglesi e ben 23 società italiane hanno dichiarato di coinvolgere un professionista specializzato almeno una volta nel corso del mandato triennale. Il consulente esterno, in relazione al poter assicurare un appropriato livello di indipendenza, di specializzazione professionale e l'inesistenza di conflitti di interesse, non dovrebbe normalmente aver svolto di recente o avere in corso altre attività nei confronti dell'impresa. A questo proposito, sia il codice di autodisciplina italiano che quello inglese suggeriscono di fornire informazioni sull'identità dei consulenti e sugli eventuali ulteriori servizi da essi forniti all'emittente o a società in rapporto di controllo con lo stesso. In maniera più restrittiva in Inghilterra, in relazione al voler evitare conflitti di interesse anche solo potenziali, sta emergendo l'orientamento (sostenuto, tra gli altri, da Sir David Walker) a non affidare la conduzione della *board evaluation* a chi non sia prioritariamente focalizzato sui sensibili servizi professionali per il *board*, ma prevalentemente offra altri servizi professionali, di interesse maggiore e di normale utilizzo da parte di altre funzioni della società.

All'interno del nostro campione d'indagine, 20 imprese italiane e 15 anglosassoni hanno reso noto nella relazione sul governo societario pubblicata nel 2015 il nome del professionista esterno che ha supportato il processo di autovalutazione. L'indipendenza di quest'ultimo è stata dichiarata da 13 imprese italiane e 14 inglesi.

4. Gli approcci metodologici.

Varie sono le metodologie che il consiglio di amministrazione può adot-

⁽¹²⁾ Il riferimento è alle Disposizioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima.IV.1.28, che recita "è buona prassi, nelle banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, che almeno una volta ogni 3 anni l'autovalutazione sia svolta con l'ausilio di un professionista esterno in grado di assicurare autonomia di giudizio.

⁽¹³⁾ Il riferimento è a Brescia Morra e Crisci (2011), p. 79.

tare per condurre la propria autovalutazione. È possibile distinguere tra tecniche qualitative e quantitative. Alla prima categoria appartengono le interviste, l'osservazione dei consigli di amministrazione e l'analisi documentale. La somministrazione di questionari, nelle sue varie forme, viene invece inserita nella seconda categoria. E' bene precisare che le metodologie nel seguito descritte non sono tra loro alternative ma, al contrario, vengono spesso utilizzate in un'ottica complementare.

L'intervista rappresenta un'eccellente strumento per raccogliere le opinioni e le percezioni dei consiglieri di amministrazione, consentendo loro di esprimersi direttamente e con il proprio linguaggio. Questa tecnica può essere applicata collettivamente o individualmente. Nel primo caso si parla di *focus group*, nel secondo di interviste individuali. Nei *focus group* l'intervistatore, generalmente rappresentato dal Presidente del consiglio di amministrazione, in qualità di facilitatore stimola una discussione aperta tra tutti i *board member*. Ad oggi questa tecnica risulta poco utilizzata poiché i benefici percepiti appaiono inferiori agli svantaggi. Se da un lato, infatti, il *focus group* rappresenta uno strumento di analisi volto a stimolare il confronto aperto tra tutti i consiglieri, dall'altro lato alcuni ritengono che possa inibire la spontaneità degli interventi (Kiel e Nicholson, 2005), poiché la maggior parte dei partecipanti potrebbe tendere a far prevalere l'armonia del gruppo rispetto ad un approccio critico e costruttivo (Minichilli et al., 2007). Molto più diffusa risulta invece, ad oggi, l'intervista individuale *face to face*, che può essere condotta in forma strutturata, ovvero sulla base di una lista di domande precedentemente stilate, non strutturata o semi-strutturata, ovvero partendo da un elenco di quesiti individuati *ex ante*, che possono essere liberamente proposti ed integrati. L'intervista diretta *face to face* incoraggia la trasparenza dei consiglieri, poiché assicura la confidenzialità delle loro opinioni, soprattutto di quelle più critiche che, probabilmente, difficilmente esprimerebbero in un contesto collettivo. In quest'ottica, l'intervista risulta particolarmente utile per affrontare tematiche articolate e riservate, anche se non garantisce l'onestà delle risposte degli intervistati e risente inevitabilmente di eventuali distorsioni derivanti dai loro specifici punti di vista. L'efficacia di questa tecnica dipende fortemente dall'esperienza e dalle qualità dell'intervistatore, sia esso interno o esterno all'impresa, ovvero dalla sua capacità di mettere a proprio agio l'intervistato, di ascoltarlo, nonché di strutturare domande competenti, chiare e non ambigue, che stimolino risposte altrettanto precise. Alla luce di queste considerazioni, l'intervista *face to face* risulta molto spesso utilizzata nel caso in cui l'autovalutazione sia condotta con il contributo di un appropriato consulente esterno.

Una seconda tecnica abbastanza diffusa, soprattutto nel mondo anglosassone, qualora la *board review* sia effettuata col supporto di un esperto esterno, è l'osservazione dei consigli di amministrazione. In questo caso il consulente, a differenza di quanto avviene nell'intervista, non stimola direttamente né condiziona in alcun modo i consiglieri, ma si limita ad osservarli,

prendendo nota dei loro comportamenti e dei loro interventi durante le riunioni. Egli si focalizza quindi su ciò che realmente avviene nel *board* piuttosto che sul racconto di ciò che avviene in consiglio. In quest'ottica, l'osservazione dei consigli di amministrazione risulta particolarmente utile per cogliere le dinamiche che si instaurano all'interno del gruppo, le relazioni tra i consiglieri, l'esercizio della *leadership* del CEO, l'autorevolezza e la capacità del Presidente di governare le riunioni, lo svolgimento del dibattito consigliare ed il rispetto dell'ordine del giorno. Questa tecnica non è, tuttavia, priva di svantaggi. I consiglieri, infatti, possono comportarsi in maniera distorta qualora si sentano osservati, determinando così conseguenti distorsioni nell'interpretazione dell'osservatore sulle dinamiche presenti all'interno del *board*.

Un'ulteriore tecnica qualitativa ad oggi molto diffusa, e spesso utilizzata in combinazione con le metodologie d'indagine precedentemente descritte, è l'analisi documentale. I documenti, quali i verbali dei consigli di amministrazione, la documentazione pre-consigliare, i manuali interni, i regolamenti di consigli e comitati, rappresentano infatti una ricchissima fonte informativa. La loro lettura permette quindi di approfondire le caratteristiche del sistema di governance adottato, confrontando le risultanze riscontrate con quelle ricavate mediante altre tecniche.

Le metodologie d'indagine qualitative consentono di ottenere moltissime informazioni, soprattutto di natura *soft*, ma non permettono una misurazione dei risultati e, di conseguenza, un confronto oggettivo degli stessi nel tempo e nello spazio. Al contrario il questionario, in qualità di tecnica quantitativa, offre un riscontro numerico delle risposte fornite che, di conseguenza, possono essere interpretate in un'ottica comparativa. Tali risposte possono essere ottenute utilizzando categorie differenti, quali:

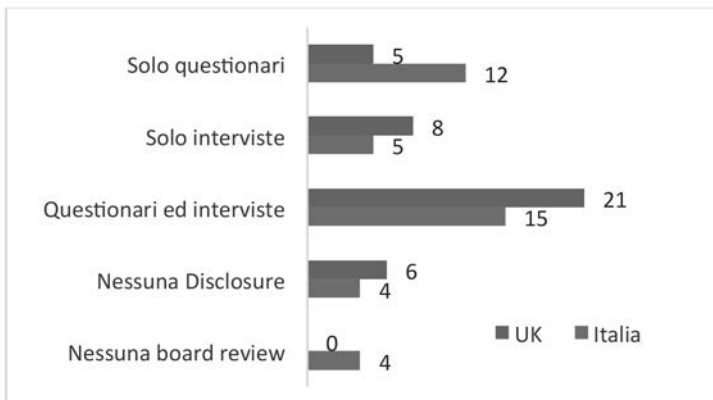
- scale binarie (ad esempio, sì/no) o ternarie (ad esempio, sì/no/parzialmente);
- scale *Likert*, generalmente a 3 (ad esempio, disaccordo/indifferente/accordo) o 5 (ad esempio, decisamente in disaccordo/abbastanza in disaccordo/indifferente/abbastanza d'accordo, decisamente d'accordo) modalità;
- scale di differenziale semantico (dove le coppie di aggettivi sono, ad esempio, adeguato/non adeguato, accordo/disaccordo);
- scale numeriche, generalmente oscillanti nei range 1-3 o 1-5;
- scale a *ranking*, tipicamente costruiti su scale qualitative ordinali (ad esempio, dalla "A" alla "E").

Il questionario può essere erogato secondo modalità differenti: *face to face*, telefonicamente, via email o via posta. Qualora la *board review* sia effettuata col supporto di un esperto esterno, il questionario viene generalmente somministrato di persona dal consulente e compilato contestualmente dai singoli consiglieri. Al contrario, quando l'autovalutazione del consiglio di amministrazione è condotta internamente, tende ad essere più diffuso il questionario erogato via posta o via mail. Al fine di redigere un questionario

efficace, è bene chiarire in premessa l'obiettivo dello stesso e formulare le domande in modo chiaro e semplice, al fine di evitare dubbi interpretativi.

Analizzando le tecniche valutative utilizzate dalle 40 maggiori società quotate italiane ed inglesi emerge come la combinazione di questionari ed interviste nel 2015 sia risultata essere la tecnica d'indagine più diffusa, poiché utilizzata rispettivamente da 15 e 21 imprese italiane e UK, come appare in Figura 4.

Figura 4: Le tecniche d'indagine utilizzate dalle 40 maggiori società quotate italiane e inglesi



Fonte: elaborazione propria

Per quanto riguarda le banche italiane, precisiamo che, nell'ambito della *board review*, sia la compilazione di questionari che lo svolgimento di interviste sono suggeriti da Banca d'Italia. La Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 recita infatti che "per le banche di maggiori dimensioni o complessità operativa, si raccomanda l'utilizzo di questionari scritti combinati con altre tecniche di intervista cui sottoporre i soggetti coinvolti (14)".

5. Conclusioni.

La *board review* risulta essere una prassi piuttosto consolidata tra le società quotate italiane, anche grazie all'orientamento in tal senso previsto dal codice di autodisciplina. Alla luce dell'indagine da noi effettuata, nel 2015 le società italiane paiono indubbiamente aver registrato significativi miglioramenti rispetto al passato, in particolare in merito all'implementazione del processo, alla sua *disclosure*, al coinvolgimento di consulenti esterni ed

(14) Il riferimento è alle Disposizioni di vigilanza per le banche, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima.IV.1.29.

all'analisi dei profili legati alla strategia, ai rischi ed ai controlli. Riteniamo che alcuni profili possano essere oggetto di ulteriore sviluppo nel prossimo futuro.

Un primo profilo di miglioramento potrebbe essere raggiunto in termini di impostazione del processo. Attualmente le società italiane sembrano preferire un approccio orientato alla *compliance*, che consenta loro di dimostrare di aver compiutamente adempiuto ad un dettame del codice di autodisciplina. Riteniamo che la diffusione di questa impostazione possa rischiare, nel tempo, di far percepire l'autovalutazione del consiglio di amministrazione come una pratica esclusivamente formale e burocratica, snaturandone i veri scopi. Auspichiamo in questo senso che le società quotate italiane ed i loro consiglieri di amministrazione, quali principali attori del processo di autovalutazione ed implementazione dei suoi esiti, possano gradualmente orientarsi verso approcci maggiormente focalizzati sulle reali *performance* del consiglio, anche in un'ottica maggiormente *forward looking*, correlata al conseguimento dei piani, e di continuo miglioramento del funzionamento dell'organo di gestione.

Un secondo aspetto potenzialmente oggetto di sviluppo può essere individuato nella *peer evaluation*. Ad oggi le società italiane, come originariamente quelle inglesi, sono molto scettiche nell'adozione di questa pratica. È infatti culturalmente spesso piuttosto complesso, per un consigliere di amministrazione italiano, esprimere, anche in situazione di anonimato ed in un quadro di utilità, un giudizio sui propri colleghi *board member*, soprattutto in termini di punti di debolezza. Pur comprendendo le motivazioni alla base di questa difficoltà, riteniamo che la *peer evaluation* possa, come avviene in Inghilterra, essere un utile strumento per aiutare ad identificare, in un'ottica di *performance*, e magari stimolare a migliorare, l'apporto fornito dai singoli al consiglio di amministrazione, permettendo di individuare eventuali competenze o conoscenze sottoutilizzate, non riconosciute o carenti all'interno dell'organo. In quest'ottica, riteniamo che questa pratica possa essere adottata in futuro anche dalle imprese italiane, eventualmente implementandola con modalità *soft* piuttosto che *hard*, ovvero non richiedendo necessariamente un giudizio puntuale o quantitativo sui singoli consiglieri, quanto piuttosto un orientamento sui colleghi ritenuti più brillanti, che non si vorrebbero perdere in un mandato successivo, o sulle competenze che si ritengono importanti ma non adeguatamente rappresentate all'interno del consiglio o sulle conoscenze non adeguatamente diffuse. Questo consentirebbe di identificare sia *board member* più performanti all'interno del *board* che quelli che, probabilmente, non apportano un contributo particolarmente significativo. Ciò risulterebbe inoltre utile al miglioramento della pianificazione e dei contenuti delle attività di *induction*.

Un terzo profilo di miglioramento potrebbe poi essere raggiunto nell'ambito dei suggerimenti proposti agli azionisti nell'ultimo anno di mandato per la composizione del futuro *board*. Questa pratica risulta strutturalmente

diffusa nelle società inglesi, spesso caratterizzate dalla presenza di *staggered boards* e da un elevato numero di amministratori che, annualmente, rimette agli azionisti la decisione di una loro ulteriore rielezione. In questo contesto, ogni anno il comitato nomine incarica un consulente specializzato in *board member search* di identificare i candidati più idonei a ricoprire la carica di amministratori sia esecutivi che non esecutivi, i cui nominativi vengono poi suggeriti agli azionisti. L'approccio inglese è sicuramente culturalmente molto lontano da quello italiano e, di fatto, difficilmente replicabile nel nostro Paese. A questo riguardo, il codice di autodisciplina suggerisce che il consiglio di amministrazione, tenuto conto degli esiti dell'autovalutazione, esprima "agli azionisti, prima della nomina del nuovo consiglio, orientamenti sulle figure manageriali e professionali, la cui presenza in consiglio sia ritenuta opportuna⁽¹⁵⁾". Nel 2015 circa la metà dei *board* italiani delle imprese inserite nell'indice FTSE/MIB all'ultimo anno di mandato ha pubblicato un documento relativo alla composizione quali-quantitativa ottimale per il consiglio di amministrazione futuro. Il contenuto di tali documenti, nella maggior parte dei casi, è risultato però essere piuttosto generico, senza delineare con precisione le caratteristiche richieste ai futuri consiglieri. Riteniamo a questo proposito che, in futuro, le imprese italiane possano e debbano essere più coraggiose, e, anche sull'esempio di quelli inglese, tratteggiare con maggiore dettaglio, in termini di competenze, conoscenze, esperienze e *skills* attitudinali, i profili dei potenziali futuri candidati alla carica di consigliere di amministrazione.

Bibliografia

- ASSONIME-EMITTENTI TITOLI (a cura di M. Belcredi e S. Bozzi, 2015), *La corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*.
- AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL (2003), *Principles of good corporate governance and best practice recommendations*. Sydney: Australian Stock Exchange Ltd.
- BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013.
- BRESCIA MORRA C. E CRISCI G. (2011), *L'autovalutazione dei consigli di amministrazione delle banche quotate*, *Bancaria* 1, pp. 76-89.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2015), *Codice di autodisciplina*.
- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE (2015), *Relazione annuale 2015. Terzo rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*.
- EUROPEAN COMMISSION (2005), *Commission Recommendation 2005/162/EC of 15 February*

⁽¹⁵⁾ Il riferimento è al codice di autodisciplina, articolo 1, criterio applicativo I.C.1, lettera h), pag. 7.

- 2005 on the role of non-executive or supervisory directors of listed companies and on the committees of the (supervisory) board.*
- EUROPEAN COMMISSION (2011), *The UE Corporate Governance framework, Green Paper.*
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2011), *Guidance on board effectiveness.*
- FINANCIAL REPORTING COUNCIL (2003, 2014), *The Combined Code on corporate governance.* London: Financial Reporting Council.
- GERMAN PANEL ON CORPORATE GOVERNANCE (2000), *Corporate governance rules for quoted German companies.*
- KIEL G.C., NICHOLSON G.J. (2005), *Evaluating boards and directors. Corporate Governance - An International Review* 13, pp. 613-631.
- LEBLANC R. (2007), *The eight "Cs" of board performance assessment.* *The Corporate Board* 28(165), pp. 16-21.
- LONG T. (2006), *This year's model: influences on board and director evaluation.* *Corporate Governance: An International Review* 14(6), pp. 547-557.
- MINICHILLI A., GABRIELSSON J., HUSE M. (2007), *Board evaluations: making a fit between the purpose and the system,* *Corporate Governance: An International Review* 15(4), pp. 609-622.
- NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS (1994), *The Blue Ribbon Commission report on performance evaluation of CEOs, boards, and directors.* Washington: National Association of Corporate Directors.
- NATIONAL ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS (2000), *Report of the NACD Blue Ribbon Commission on board evaluation: improving director effectiveness.* Washington: National Association of Corporate Directors.
- SCHNASE L.A. (2004), *Board self-assessment: legal and practical considerations.* CLEonline.com seminar.
- TORONTO STOCK EXCHANGE (1995), *Where were the directors? Guidelines for improved corporate governance.* Toronto: Toronto Stock Exchange.
- VIENOT COMMITTEE (1995), *The boards of directors of listed companies.* Paris: CNPFAFEP.

ALTRI TEMI IN MATERIA ECONOMICO-AZIENDALE

LA VALUTAZIONE DELLE ASSUMPTION NELLA PIANIFICAZIONE AZIENDALE

di ANDREA BERETTA ZANONI e SILVIA VERNIZZI

1. Introduzione.

Le valutazioni economiche riferite all'attività d'impresa possono assumere molte forme, tra loro sostanzialmente diverse (Guatri e Uckmar 2009). Infatti:

— riguardano oggetti diversi, come ad esempio il capitale economico di un'impresa, piuttosto che singoli *asset* (materiali, immateriali o finanziari) o meccanismi operativi (un piano, ad esempio);

— possono avere finalità diverse, da scopi cioè puramente conoscitivi/gestionali a scopi legati ad adempimenti normativi (contabili o tributari), passando dalla costruzione di operazioni finanziarie (acquisizioni, scambi di partecipazioni, OPV ecc.);

— variano in relazione al contesto nel quale devono essere effettuate: operazioni di finanza strutturata, contenziosi (civili e fiscali), procedimenti (amministrativi e penali) operazioni di private *equity*, concordati preventivi, ecc.

In questo ampio e articolato quadro assumono rilevanza le valutazioni dei piani aziendali, che si sviluppano per via diretta o indiretta.

— Diretta, quando l'oggetto esplicito della valutazione è il piano stesso: si pensi ad esempio alla valutazione di un piano nell'ottica di potenziali investitori, oppure all'attestazione di ragionevolezza *ex* articolo 2501-*bis*, o di fattibilità ai sensi dell'articolo 160 della legge fallimentare, o ancora di attuabilità ai sensi dell'articolo 182 bis della medesima legge.

— Indiretta, quando l'oggetto finale della valutazione non è il piano ma qualsiasi altro aspetto della vita aziendale (beni, quote sociali, diritti, ecc.): in questi casi poiché i piani, quando presenti, forniscono la base informativa di riferimento per le previsioni economiche necessarie alla valutazione, diventano essi stessi oggetto di valutazione.

Le modalità di valutazione cambiano in relazione alle diverse casistiche. Esistono tuttavia alcuni aspetti e principi che accomunano le diverse valutazioni dei piani aziendali: tra questi uno dei più significativi riguarda la formulazione delle *assumption* (assunzioni o ipotesi), che giocano un ruolo fondamentale nel determinare la correttezza procedurale dei piani.

Nonostante la loro rilevanza, la letteratura specialistica e la prassi professionale non hanno codificato, se non marginalmente, un corpo organico di conoscenze e indirizzi sul tema (Hollingworth 2008). Il problema sembra accomunare paesi e contesti diversi: ad esempio, una ricerca recentemente condotta in Italia rivela che le principali criticità segnalate dalle banche relativamente ai piani ricevuti dalle imprese riguardano “la robustezza” delle assunzioni alla base dei piani stessi (Lazzari e Mondaini 2014).

In questo articolo vogliamo introdurre qualche riflessione sul modo in cui le *assumption* andrebbero formulate nell’ambito di un piano, e quindi successivamente valutate.

2. Le *assumption* nella pianificazione.

Gli assunti sono delle semplificazioni discrezionali della realtà, necessarie per raggiungere un determinato obiettivo come la formulazione di un piano. Nella prospettiva della pianificazione, in modo più specifico, le *assumption* sono delle ipotesi su cosa potrebbe essere vero o, più frequentemente, su cosa potrebbe avverarsi nel futuro: tali ipotesi sono necessarie per assumere una o più decisioni nell’ambito del processo di pianificazione (Dewar et al. 1993).

Le *assumption* dunque non sono dei fatti e, sebbene la questione possa essere più controversa, non sono neppure delle inferenze induttive, e cioè generalizzazioni che scaturiscono da un numero adeguato di osservazioni.

L’affermazione “il sole è sempre sorto a est” è un fatto (o meglio un’osservazione), mentre l’affermazione “il sole sorgerà domani a est” è un’inferenza induttiva che deriva dall’osservazione di un numero molto elevato di fatti e che ha altissime probabilità di avverarsi.

Le *assumption* rilevanti per i piani hanno una natura diversa. Ipotizzare ad esempio la stabilità del cambio Euro/Dollaro per il prossimo semestre non è certo un fatto, ma neppure una legge scientifica ricavata metodologicamente da un’inferenza induttiva: il nesso tra le osservazioni del passato e i comportamenti futuri infatti è troppo debole e non permette di formulare una “legge”. È possibile esclusivamente formulare un’ipotesi su ciò che potrà accadere.

Nel momento in cui si definisce un programma per il futuro, il ricorso alle *assumption* diventa inevitabile. Inoltre, l’evoluzione avuta dalle metodologie di pianificazione negli ultimi anni ha reso l’impiego delle *assumption* sempre più critico e il motivo è facilmente spiegabile.

Storicamente la pianificazione in impresa nasce nella forma della piani-

ficazione di lungo termine (*long range planning*) sviluppata come evoluzione della più tradizionale attività di *budgeting* (Zappa 1950, Rossi 1950, Saita 1980). Il *long range planning* cercava di anticipare le dinamiche ambientali raccogliendo dati e informazioni maturate nel passato ed estrapolando, dove possibile, linee di tendenza per il futuro (Mintzberg 1996). L'attività programmatica veniva svolta in un contesto giudicato relativamente stabile, con poche vere discontinuità comunque non prevedibili per definizione e quindi non rilevanti per il processo decisionale (Abell 1980).

Tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70 del '900, insieme a cambiamenti profondi nella cultura e nei costumi sociali, cambia anche la matrice culturale del *management*.

L'ambiente viene percepito come più dinamico, più variabile, più discontinuo. Aumenta il numero delle variabili ambientali effettivamente considerate nel processo decisionale, anche a causa di un allargamento dei mercati e di una loro maggiore integrazione (Beretta Zanoni 1997, 2008): la discontinuità, percepita come sempre più frequente e probabile, non può più essere esclusa dal processo decisionale.

La strategia d'impresa, riconducibile ai primi lavori di Chandler e di Ansoff sul tema, rispettivamente nel 1962 e nel 1965 (anche se già negli anni '50, ad esempio con Drucker, una prima idea di strategia d'impresa aveva preso forma), nasce come risposta a questi cambiamenti. Nasce cioè dalla convinzione che l'impresa sia sempre più condizionata e dipendente da eventi esterni e che il suo governo non possa più basarsi sull'estrapolazione da tendenze passate, quanto piuttosto su una capacità di adattamento dinamico e proattivo verso gli eventi del mondo, anche e soprattutto se essi sono portatori di discontinuità.

La pianificazione, che diventa strategica, introduce modalità e tecniche programmatiche diverse rispetto al *long range planning*: le tendenze storiche diventano molto meno significative e l'approccio estrapolativo viene fortemente limitato. Inevitabilmente diventa più complicato formulare le *assumption*, le cui radici estrapolative vengono progressivamente ridotte ai minimi termini. In definitiva, da una parte il pianificatore strategico deve introdurre un numero crescente di ipotesi per formulare le proprie decisioni, e dall'altra queste ipotesi si rivelano molto più fragili rispetto al passato.

3. Le *assumption* implicite.

Come si vedrà nel prossimo paragrafo le *assumption* non sono tutte uguali: è possibile e anzi necessario saperle distinguere e classificare.

Prima di proporre una tassonomia è importante riflettere su una questione a monte che riguarda l'esistenza e i rischi delle *assumption* implicite e delle *assumption* non dichiarate (o tacite).

Un'*assumption* è tacita quando non viene appositamente resa esplicita

nella formulazione della strategia. Trattasi quindi di una scelta cosciente della direzione aziendale: le *assumption* rendono trasparente il processo con cui si elabora una strategia ed espongono la strategia stessa e chi ne ha la paternità a più facili critiche. Le *assumption* inoltre, ancor più della strategia che da esse dipende, raccontano in modo molto chiaro qual è la visione della direzione aziendale sulle variabili critiche per l'impresa (dalla competizione alla tecnologia, dal comportamento dei clienti alle dinamiche macroeconomiche), e tale "*disclosure*" può essere valutata come causa di vulnerabilità.

Un'*assumption* è invece implicita non solo e non tanto perché manca formalmente la sua dichiarazione, ma perché nella sostanza la sua esistenza e rilevanza non è stata riconosciuta nel processo decisionale. Che il costo del lavoro in Cina, ad esempio, rimanga più basso rispetto alle medie europee nei prossimi dieci anni è una *assumption* implicita in molte strategie: a prescindere dalle convinzioni sulla correttezza o meno di questa previsione, il problema consiste nel lasciare che essa influenzi delle decisioni senza riconoscerne il ruolo. Il che ha due importanti conseguenze:

- un'*assumption* implicita fintanto che rimane tale non viene sottoposta ad alcuna valutazione e verifica e quindi incide su una scelta senza controllo;
- l'origine delle *assumption* implicite è inevitabilmente oscura, nel senso che non si può ricostruire il processo che le ha generate.

La presenza di *assumption* implicite è il risultato di un errore tecnico. I soggetti cioè che elaborano la strategia non le riconoscono come tali ma le confondono con dei fatti o con delle inferenze logiche (Hollingworth 2008).

La causa più profonda di questo errore risiede in ciò che definiamo visione implicita, e cioè un'idea di norma ancora vaga di come potrebbe o dovrebbe essere il futuro.

La visione implicita non è frutto di analisi, quanto piuttosto di convinzioni di tipo pregiudiziale. Si differenzia in modo marcato dalla visione strategica perché mentre la visione strategica è il frutto di analisi, di valutazioni e di decisioni ponderate (Normann 1977, Hamel e Prahalad 1994, Collins e Porras 1996) la visione implicita è preanalitica.

Per quanto ci compete basti osservare quanto segue: quando la direzione aziendale lascia che la visione implicita, o le visioni implicite, entrino nel processo di elaborazione della strategia senza essere sottoposte a valutazioni di tipo analitico, sostituendosi pertanto di fatto ad una visione strategica in senso proprio, allora il piano strategico si baserà in modo più o meno esteso su *assumption* anch'esse implicite.

4. Natura e classificazione delle *assumption*.

Le *assumption* non sono tutte uguali ed è quindi necessario saperne

distinguere la natura. Le assunzioni possono essere classificate sulla base di diversi criteri, e in particolare in relazione:

1. all'*output* che deriva dal loro impiego;
2. al ruolo rispetto ad altre *assumption*;
3. all'area tematica;
4. al grado di significatività e sensibilità.

4.1. Gli *output* delle *assumption*.

Una prima importante distinzione si basa su ciò che le *assumption* producono (*output*). Sotto questo aspetto è importante comprendere quale sia il ruolo delle previsioni nell'ambito della pianificazione aziendale.

I piani infatti rivolgendosi a un tempo futuro, contengono previsioni che in senso generale non hanno valore in sé e per sé, ma sono o dovrebbero essere per lo più funzionali alla definizione degli obiettivi, delle scelte e delle azioni da realizzare.

Le previsioni diventano particolarmente critiche nella dimensione economico finanziaria dei piani, da intendersi come momento di sintesi complessiva della pianificazione.

Per questa ragione, della "*Prospective Financial Information*", e cioè dell'informazione economico-finanziaria prospettica, si sono occupati diversi organismi regolatori: il riferimento forse più esaustivo è rappresentato dalla *General Guidance Regarding Prospective Financial Information*, pubblicata in diverse edizioni a partire dal 1986 dall'AICPA. Ma sul tema, pur con prospettive più specifiche, si trovano indicazioni anche, ad esempio, nell'ISAE 3400 ("*The examination of Prospective Financial Information*") o nel IVS 300 (*Valuations for Financial Reporting*) o nello IAS 36 (*Impairment of Assets*) o, ancora per l'Italia, nelle "Linee Guida alla redazione del *Business Plan*", redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili.

Da questi documenti, AICPA e ISAE in particolare, emerge la rilevanza della distinzione tra *assumption* e *hypotetical assumption*, basata a sua volta sulla distinzione tra *forecast* (previsioni) e *projection* (proiezioni).

Le prime (*forecast*) sono delle stime che il *management* formula riguardanti accadimenti e risultati futuri, sulla base di una probabilità. In questo caso il *management* formula delle ipotesi (*assumption*, o *best estimate assumption*) relativamente agli eventi futuri e alle correlate azioni da intraprendere sulla base del risultato ritenuto più probabile. Le seconde (*projection*) sono invece dei risultati attesi al verificarsi di determinate condizioni (*hypothetical assumption*): in questo secondo caso il criterio di elaborazione non si basa sul risultato ritenuto più probabile (o non necessariamente) ma sulle caratteristiche dello scenario delineato dalle ipotesi (quale che sia la sua probabilità di verificarsi). Per la precisione poi lo standard ISAE 3400 prende esplicitamente anche in considerazione il caso in cui l'informazione

prospettica si basi su un insieme di *forecast* e di *projection*: trattasi comunque in questo caso di proiezioni, e non di previsioni.

Pertanto le *best estimate assumption* sono assunzioni relative ad eventi futuri ma ricavabili dall'analisi di informazioni con un alto grado di attendibilità (*trend* storici, portafoglio ordini, ecc.). Le *hypotetical assumption* sono invece assunzioni di norma utilizzate per l'avvio di una nuova attività oppure per l'elaborazione di un'analisi di scenario.

È chiaro quale sia il corretto impiego delle *best estimate assumption* e delle *hypotetical assumption*: le prime sono regolarmente impiegate nell'elaborazione della pianificazione aziendale, abbia essa la forma del *budget*, del programma o dei piani (strategici e non); le seconde, fatte salvi casi particolari quali le nuove iniziative, sono per lo più utilizzate in sede di *sensitivity analysis* o più in generale nelle fasi di analisi strategica (come avviene ad esempio quando si conduce un'analisi di scenario).

4.2. Ruolo dell'*assumption* rispetto ad altre *assumption*.

Le diverse *assumption* utilizzate in un piano sono spesso legate le une alle altre. In taluni casi poi il legame è molto forte nel senso che alcune *assumption* derivano da altre: ad esempio, l'ipotesi sul numero di nuovi clienti che un venditore può contattare in un determinato territorio nell'arco di un mese, dipende in modo significativo dall'*assumption* sul numero di clienti potenziali presenti in quello specifico ambito territoriale.

È dunque possibile affermare che alcune *assumption* sono derivate, nel senso che dipendono in modo diretto da altre *assumption*, che possono invece essere definite primarie. È evidente che qualsivoglia valutazione si voglia esprimere su un'assunzione derivata, essa non possa prescindere da una precedente analisi dell'ipotesi primaria.

4.3. Area tematica o contenuto dell'*assumption*.

Le *assumption* riguardano diverse aree tematiche, sia esterne (più frequentemente), sia interne all'impresa. La variabilità è molto alta, in quanto ogni impresa e ogni contesto di *planning* è in qualche modo unica. Tuttavia esistono delle aree tematiche di riferimento che almeno a grandi linee possono essere utilizzate a scopo orientativo (Hollingworth 2008). Tra queste:

- tendenze macro ambientali, di tipo Politico, Economico, Sociale e Tecnologico (*Pest Analysis*);
- dinamiche settoriali, semplificabili ricorrendo al modello delle “cinque forze” e quindi divisibili in dinamiche relative ai concorrenti, ai clienti, ai fornitori, ai prodotti sostitutivi e ai potenziali entranti (Porter 1985);
- tendenze nelle relazioni con gli *stakeholder* (finanziatori, *partner*, ecc.);

- struttura e dinamica dei KPI (*Key Performance Indicator*) dell'impresa;
- dinamiche organizzative interne, con particolare riferimento alla natura dei processi e alla qualità, quantità e disponibilità delle risorse umane.

4.4. Grado di significatività e sensibilità dell'*assumption*.

Un'altra importante fonte di classificazione delle *assumption* risiede nel misurare il possesso di una determinata caratteristica. Con questo criterio vengono individuati due importanti parametri di classificazione: la significatività e la sensibilità delle assunzioni.

— Le *assumption* “significative”, sono ipotesi con cui si immaginano cambiamenti molto profondi rispetto alle condizioni attuali; in altri termini si tratta di *assumption* che introducono importanti elementi di discontinuità rispetto allo scenario attuale. Si potrebbe pensare che più è significativa un'*assumption* e più bassa dovrebbe rivelarsi la probabilità del suo avverarsi. La questione invece non andrebbe posta in questi termini, soprattutto di questi tempi. Per definizione, infatti poiché una *assumption* significativa non trova nei *trend* passati i fondamenti del proprio essere, li dovrà trovare in altre valutazioni. Il punto dunque è questo: maggiore è la significatività e più forte è la necessità di supportare l'*assumption* con analisi e valutazioni che non sono di tipo storico tendenziale.

— Le *assumption* “sensibili”, sono invece quelle ipotesi la cui eventuale negazione ha impatti più forti sui risultati attesi; a volte tali assunzioni vengono anche definite “critiche” (Sykes e Dunham 1995). Impatti forti significa che la violazione dell'*assumption* comporta una marcata disattesa di quanto pianificato.

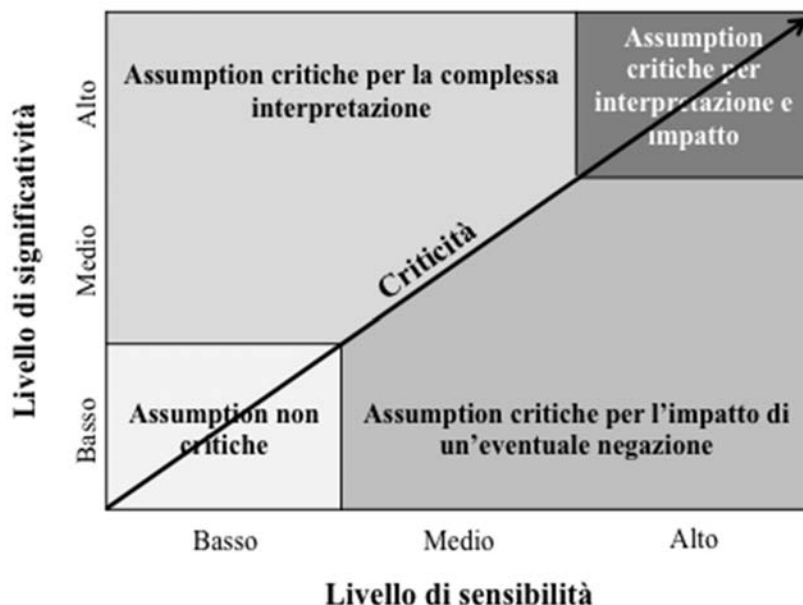
Si osservi che per entrambi i parametri si possono introdurre forme di misurazione più o meno sofisticate. Ad esempio, per misurare la sensibilità di una *assumption* si può correlare la variabilità dell'assunzione stessa con la variazione di un parametro economico finanziario. In questo modo, partendo da un valore scelto dell'*assumption* pari a “x” (*base case*), si può misurare il grado di variabilità del parametro economico finanziario (si supponga l'EBIT o l'EBITDA) in relazione alla variabilità intorno a “x” dell'*assumption* (si supponga il prezzo atteso del petrolio).

Anche la significatività può essere misurata, valutando il grado di discontinuità introdotto nello scenario dall'*assumption*: per esempio, si introduce l'ipotesi di crescita del mercato *automotive* (per un certo anno/paese) pari al 10%; tale incremento (*assumption*) può essere confrontato con l'incremento medio annuo degli ultimi 10 anni e con la varianza degli incrementi annuali rispetto all'incremento medio di periodo.

In ogni caso, quali che siano le logiche di misurazione utilizzate, esse potranno sempre trovare una sintesi in una semplice stima della significati-

vità e della sensibilità delle *assumption* su una scala a tre livelli, come nel grafico seguente (basso, medio, alto) (Figura 1).

Figura 1: Significatività e sensibilità delle *assumption*



La figura mostra come sia possibile collocare una qualsivoglia assunzione in una mappa, o matrice, che ne riveli le caratteristiche parametriche di base. La lettura della mappa è semplice e non richiede particolari approfondimenti. È evidente, infatti, che avvicinandoci alla parte alta e a destra della mappa incontriamo assunzioni che da una parte definiscono importanti discontinuità nel corso degli eventi (elevata significatività) e dall'altra hanno impatti anche molto consistenti laddove vengano violate (elevata sensibilità). Sono queste le *assumption* su cui bisogna riporre particolare attenzione, sia in fase di elaborazione sia in una successiva fase di valutazione.

Si possono dunque individuare quattro livelli di attenzione crescente nell'elaborazione e valutazione di una *assumption*.

1. Al primo livello troviamo le ipotesi che non sono molto significative e neppure dotate di un elevato livello di sensibilità: sono *assumption* da cui è lecito attendersi pochi problemi.

2. Al secondo livello collochiamo le assunzioni che hanno un livello di sensibilità contenuto, ma sono "significative". La modesta sensibilità riduce la portata di un'eventuale violazione ma al contempo l'elevata significatività rende difficile trovare, se non limitatamente, i fondamenti dell'*assumption* negli accadimenti o nelle tendenze passate. Il che rende comunque l'*assum-*

ption in oggetto più complessa rispetto a quelle collocabili al livello precedente.

3. Al terzo livello cresce la sensibilità dell'*assumption* e quindi la portata dell'eventuale negazione; la scarsa significatività dovrebbe rendere poco complessa la lettura dei fondamenti.

4. Al quarto e ultimo livello il grado di attenzione è massimo, perché le due caratteristiche parametriche, come si è detto, compaiono contemporaneamente ad alti livelli.

5. Valutare un piano attraverso la valutazione delle sue *assumption*.

Le *assumption* come si è visto sono elementi fondanti di qualsiasi piano. La loro valutazione dunque permette di valutare direttamente la qualità tecnica del piano che le contiene (e cioè la qualità metodologica della sua elaborazione).

Le *assumption*, tutte, dovrebbero essere sempre ragionevoli, e cioè formulate secondo principi e metodi razionali. Ma questi orientamenti di carattere generale sono tanto validi quanto poco prescrittivi ai fini valutativi. In concreto invece la valutazione delle *assumption* di un piano riguarda in modo specifico due aspetti:

- la loro vulnerabilità, e cioè la probabilità che le *assumption* possano essere negate durante il periodo di piano;
- gli impatti che tale negazione ha sulla sostenibilità e sulla coerenza intrinseca dell'intero piano (caratteristica correlata, come si è visto, al livello di sensibilità dell'*assumption*).

Di norma da tale analisi non dovrebbe risultare la presenza di *assumption* che contemporaneamente siano molto vulnerabili e ad alto impatto: quando ciò capita il piano risulta esposto ad un alto rischio di fallimento.

Per giungere ad un giudizio finale occorre procedere per gradi attraverso alcuni passaggi che peraltro evidenziano la funzione e l'utilità delle classificazioni proposte fino ad ora:

1. Definizione del contesto della valutazione;
2. Identificazione delle *assumption*;
3. Valutazione della vulnerabilità delle *assumption*;
4. Valutazione degli impatti delle *assumption*;
5. Valutazione di sintesi.

5.1. Il contesto della valutazione.

Il primo passaggio è di tipo preliminare: si tratta di definire in che contesto la valutazione delle *assumption* e quindi del piano verrà formulata. Più precisamente l'analisi dovrebbe concentrarsi su tre aspetti.

a) Sulle motivazioni che sono alla base dell'attività di pianificazione e quindi sulla risultante struttura tecnica assunta dal piano. Nel complesso sistema della pianificazione aziendale i piani vengono redatti per motivi diversi e utilizzando diverse soluzioni, con riferimento sia ai contenuti sia all'orizzonte temporale. La natura delle *assumption* cambierà in relazione a tali differenze: si è già ricordata ad esempio la distinzione tra *hypotetical assumption* e *best estimate assumption*, riconducibile alle specifiche e diverse finalità assunte nei piani.

b) Sulle motivazioni della valutazione stessa. In quest'ambito si può distinguere tra valutazioni interne, in cui è lo stesso estensore del piano a valutarne la correttezza metodologica, da motivazione esterne, in cui il soggetto valutatore è un terzo esterno alla direzione aziendale. In questo secondo caso poi, come già spiegato, le valutazioni possono avere finalità dirette (cioè valutazione del piano) o finalità indirette (e cioè valutazione di altri oggetti attraverso, anche, la valutazione del o dei piani).

c) Sulla specifica situazione contingente nella quale il piano è stato formulato. L'AICPA ad esempio individua diversi aspetti contingenti di cui tener conto, quali in particolare:

- lo stato dell'economia;
- la natura del settore;
- la storia dell'impresa, la base clienti, le condizioni finanziarie;
- l'esperienza del *management* nel settore e nel *business* specifico;
- la natura dei prodotti, dei mercati e della tecnologia.

Definire in modo chiaro il contesto della valutazione è importante perché contribuisce a rendere più corretti e fondati i passaggi successivi.

5.2. Identificazione delle *assumption*.

Chiarito il contesto, è possibile procedere all'identificazione delle *assumption* presenti nel piano, destinate a diventare oggetto della valutazione. È possibile anche in questo caso ipotizzare un percorso logico.

a) In primo luogo è necessario individuare le *assumption* espresse nel piano in modo esplicito, evitando eventuali duplicazioni e ridondanze. Si ipotizzi ad esempio di individuare in questo primo passaggio le seguenti assunzioni:

- invarianza dei tassi di cambio rilevanti per le transazioni dell'impresa;
- consolidamento nei processi di aggregazione tra i concorrenti;
- riduzione costi indiretti di produzione lungo il periodo di piano, con incremento finale della marginalità operativa pari al 4%.

b) Successivamente occorre fare emergere eventuali *assumption* non esplicitate, comprendendo se si tratta di *assumption* implicite o tacite. Si supponga, proseguendo nell'esempio, che vengano individuate tre ulteriori assunzioni tacite:

- stabilità geopolitica dei principali mercati di sbocco;
- invarianza, in termini reali nel periodo di piano, del costo delle materie prime;
- stabilità nei rapporti con i finanziatori.

c) Come terzo passaggio è necessario verificare che le *assumption* individuate siano di tipo primario, o ricondurre ad esse eventuali *assumption* di tipo secondario. Il processo valutativo infatti deve necessariamente focalizzarsi sulle sole *assumption* su cui si reggono le basi della pianificazione. Le assunzioni individuate a titolo esemplificativo ai punti precedenti sono tutte di tipo primario.

d) Infine, è possibile e di una certa utilità ricondurre le diverse assunzioni individuate alle relative aree tematiche, in modo da rendere i successivi passaggi valutativi più semplici e chiari. Nell'esempio, le assunzioni vengono così classificate (figura 2).

Figura 2: *Assumption* e aree tematiche

<i>Assumption</i>	Tacite	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Invarianza costo materie prime ▪ Stabilità geopolitica dei principali mercati 			<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabilità nel rapporto con i finanziatori
	Espicite	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Invarianza dei tassi di cambio 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Consolidamento dei processi di aggregazione dei concorrenti 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incremento marginalità +4% 	
		Tendenze macro - ambientali	Dinamiche settoriali	KPI	Relazioni con stakeholder
		Area tematica			

5.3. Valutazione della vulnerabilità delle *assumption* selezionate.

Le *assumption* individuate possono a questo punto essere valutate in termini di vulnerabilità (probabilità della loro negazione). Si è detto che le *assumption* sono delle ipotesi su cosa potrebbe essere vero o cosa potrebbe avverarsi. Ciò che rende vulnerabile un'*assumption* è la presenza di un insieme di "eventi" che, qualora si manifestassero, violerebbero l'*assumption* (Dewar et al. 1993). Ad esempio, se si assume che il prezzo del petrolio rimanga in un determinato *range* di valori per il prossimo anno, l'innalzamento del grado di conflittualità in medio oriente o la scoperta di nuovi giacimenti in Nord America sono eventi, o elementi di cambiamento, che hanno probabilità di violare l'*assumption*. Su un piano operativo quindi si tratta, per ogni *assumption*, di valutare:

— quali siano i principali eventi, o elementi di cambiamento, che possono plausibilmente verificarsi durante il periodo di piano e violare in tal modo l'ipotesi;

— valutare la probabilità del loro verificarsi.

Da questa analisi emergeranno *assumption* con gradi diversi di vulnerabilità, in relazione sia alla quantità di elementi di cambiamento a esse riconducibili, sia alla probabilità stimata del loro verificarsi. Tra le *assumption* individuate nell'esempio risultano altamente vulnerabili:

— la stabilità geopolitica dei principali mercati di sbocco;

— il consolidamento dei processi di aggregazione dei concorrenti.

Entrambe le *assumption* infatti sono risultate esposte ad una serie di eventi con un livello medio alto di probabilità di manifestazione:

— nel primo caso (stabilità geopolitica) gli eventi riguardano l'esito di alcuni appuntamenti elettorali programmati nel periodo di pianificazione nei principali paesi oggetto di analisi; tali appuntamenti, insieme ad altre dinamiche socio politiche, potrebbero, a determinate condizioni, aprire un periodo di instabilità politica con conseguente negazione dell'assunzione;

— nel secondo caso (consolidamento dei processi di aggregazione) esiste la possibilità concreta (e per alcuni esperti di settore probabile) di un'aggregazione tra due importanti concorrenti nel periodo di piano; se ciò si verificasse si assisterebbe, almeno a livello continentale, ad ulteriori e conseguenti operazioni di acquisizione e aggregazione con evidente violazione dell'assunzione.

Le altre assunzioni risultano invece vulnerabili con probabilità media o bassa.

Effettuare correttamente questo passaggio non è semplice, sia nella fase in cui si devono individuare gli eventi, sia in quella in cui si devono valutare le probabilità del loro manifestarsi. Va anche considerato a tal fine il grado di significatività dell'assunzione che s'intende valutare. La scarsa significatività che i *trend* passati hanno nel determinare un'*assumption* significativa, rende di norma più complicato individuare quali siano gli eventi cui essa è esposta. In altri termini, mentre non è corretto affermare che un'*assumption* in quanto significativa sia automaticamente più vulnerabile, si può al contempo concludere che l'alta significatività di un'*assumption* rende il processo di valutazione della sua vulnerabilità molto più ambiguo e incerto.

5.4. Valutazione degli impatti di una negazione.

L'ultimo passaggio consiste nel comprendere e valutare cosa può accadere in caso di violazione delle singole assunzioni. Questa valutazione richiede in larga parte di ricondurre a una sintesi tutte le informazioni accumulate fino ad ora.

In primo luogo si è già visto come le *assumption* hanno natura diversa; in particolare le *assumption* hanno un grado diverso di "sensibilità", cioè ap-

punto esercitano impatti diversi sul piano in caso di violazione. Rispetto all'esempio proposto, le *assumption* con un'alta sensibilità sono tre:

- la stabilità geopolitica dei principali mercati di sbocco;
- l'invarianza dei tassi di cambio;
- la stabilità nel rapporto con i finanziatori.

L'alta sensibilità di queste assunzioni, fa sì che almeno potenzialmente una loro eventuale negazione comporti impatti significativi sul piano. Per giungere tuttavia a un giudizio più completo sugli impatti di una negazione, occorre prendere in considerazione anche le cosiddette contromisure contenute nel piano.

Esistono infatti tre modalità con cui gestire la vulnerabilità delle *assumption*:

1. identificare e monitorare i cosiddetti “eventi sentinella” (*signpost*), e cioè accadimenti che possano suggerire, ovviamente in anticipo, l'avverarsi degli elementi di cambiamento (Schwartz 1991);

2. identificare e mettere in pratica azioni correttive (“*shaping actions*”), che possano cioè contribuire a ridurre la vulnerabilità di una *assumption*, o agendo sulle circostanze interne o esterne da cui la vulnerabilità dipende;

3. identificare e mettere in atto azioni di “copertura” (*hedging action*) cioè azioni da intraprendere nel caso in cui venga effettivamente violata una *assumption* nel periodo di piano.

Si noti che le azioni correttive sono azioni che spingono verso l'avverarsi di una determinata *assumption* (e quindi tendono alla riduzione della probabilità di violazione). L'impresa potrà agire soprattutto sulle circostanze interne, su cui cioè può esercitare un maggiore controllo.

Per quanto riguarda invece le circostanze esterne, è evidente che la dimensione dell'impresa influisce non poco sulle potenziali capacità di porre in essere azioni correttive: la possibilità della Shell di influire su eventi esogeni nel mercato del petrolio sarà sicuramente superiore delle potenzialità di un'azienda orafa italiana di influire su prezzo dell'oro.

Le azioni di copertura al contrario non agiscono sulla probabilità che un'*assumption* venga confermata, ma esclusivamente sulla gestione delle conseguenze di una sua negazione. Se si assume che non ci sia pioggia domani durante una gara di golf, le azioni di copertura sono tutte quelle azioni poste in essere già oggi per gestire gli effetti negativi di una possibile violazione dell'*assumption*.

L'analisi delle contromisure contenute nel piano permette di concludere che la violazione dell'assunzione relativa alla stabilità geopolitica dei mercati di sbocco e la violazione della stabilità dei rapporti con i finanziatori siano effettivamente ad alto impatto, mentre la terza violazione (invarianza dei tassi di cambio), pur essendolo potenzialmente, viene ridimensionata in termini di impatto attraverso l'efficacia delle contromisure previste.

5.5. Valutazione di sintesi.

A questo punto il quadro analitico risulta completo. La matrice vulnera-

bilità/sensibilità permette di verificare che un'*assumption* si colloca nell'area di criticità (la stabilità geopolitica dei principali mercati di sbocco). Tale *assumption*, inoltre, era un'*assumption* tacita.

Figura 3: Matrice vulnerabilità / sensibilità

Sensibilità	Alto	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Invarianza del tasso di cambio ▪ Stabilità nel rapporto con i finanziatori 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Stabilità geo-politica dei principali mercati di sbocco
	Basso	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incremento della marginalità di +4% ▪ Invarianza del costo delle materie prime 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Consolidamento dei processi di aggregazione tra i concorrenti
		Basso	Alto
		Vulnerabilità	

Nel complesso dunque il piano valutato attraverso le sue assunzioni risulta certamente rischioso (nel senso che un suo fallimento appare probabile) oltre che formulato in modo tecnicamente discutibile (data la mancata esplicitazione di un'*assumption* altamente vulnerabile e ad alto impatto).

6. Conclusioni.

Nel complesso processo di pianificazione strategica l'identificazione e la valutazione delle *assumption* di Piano riveste un ruolo decisivo: solo la descrizione puntuale delle *assumption* e della *ratio* che ha condotto alla loro definizione consente, infatti, di analizzarne la robustezza e la vulnerabilità permettendo all'interlocutore di valutare la ragionevolezza e la sostenibilità dell'intero impianto strategico.

Come si è visto le *assumption* di Piano non rispondono a criteri e parametri predefiniti e sempre validi ma variano in relazione alle caratteri-

stiche specifiche dell'impresa, al settore nel quale opera nonché al contesto macroeconomico di riferimento.

Pur nella necessaria specificità delle *assumption*, questo articolo propone un metodo attraverso cui sviluppare le riflessioni utili a una loro corretta identificazione e successiva valutazione, ai fini di una più ampia valutazione del Piano.

Bibliografia

- ABELL, D., 1980. *Defining the business: The starting point of strategic planning*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- AMERICAN INSTITUTE OF CERTIFIED PUBLIC ACCOUNTANTS (AICPA), *Prospective Financial Information*, New York, disponibile online www.aicpa.org.
- ANSOFF, H. I., 1965. *Corporate strategy*, New York: McGraw Hill.
- BERETTA ZANONI, A., 1997. *Strategia e politica aziendale negli studi italiani e internazionali*. Milano: Giuffrè.
- BERETTA ZANONI, A., 2008. *Strategia aziendale. Teoria e processi decisionali*. Padova: Cedam.
- CHANDLER, A. D., 1962. *Strategy and Structure*. Boston, MA: M.I.T. Press.
- COLLINS, J. C., PORRAS, J. I., 1996. Building your company's vision. *Harvard Business Review*, 74(5) pp. 65-77.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI (CNDCEC), 2011. *Linee guida alla valutazione del business plan*, disponibile online www.cndcec.it
- DEWAR, J. A., BUILDER, C. H., HIX, W. M., LEVIN, M. H., 1993. *Assumption-based planning; a planning tool for very uncertain times*, Santa Monica, CA: Rand Corporation.
- DRUCKER, P., 1954. *The practice of management*. New York: Harper & Collins.
- GUATRI, L., UCKMAR V., 2009. *Linee guida per le valutazioni economiche*, Milano: Egea.
- HAMEL, G., PRAHALAD, C. K., 1994. *Competing for the future*, Boston MA: Harvard Business School Press.
- HOLLINGWORTH, M., 2008. Strategic assumption: the essential (and missing) element of your strategic plan, *Strategy*, November / December, 2008.
- INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS, 2012. *IAS 36, Impairment of Assets*, disponibile online www.ifrs.org.
- INTERNATIONAL STANDARD ON ASSURANCE ENGAGEMENTS (ISAE). 3400, *The examination of prospective financial information*, disponibile online www.ifac.org.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARD COUNCIL (IVSC), 2011. *IVS 300 Valuation for Financial reporting*, disponibile online www.ivsc.org.
- LAZZARI, M., MONDAINI, D., 2014. Un'indagine sulla qualità dei piani aziendali ricevuti dal sistema bancari. *Banca & Impresa*, 2, pp. 72-80.
- MINTZBERG, H., 1996. *The Strategy Process: Concepts, Contexts and Cases*. New Jersey: Prentice-Hall.
- NORMANN, R., 1977. *Management for growth*. New York: John Wiley & Sons.
- PORTER, M. E., 1985. *Competitive Advantage*, New York: The Free Press/MacMillan.
- ROSSI, N., 1950. *Le previsioni di impresa*, Milano: Giuffrè.

- SAITA, M., 1980. *Il controllo di gestione: dall'esperienza industriale alla proposta di un modello per le aziende di credito*. Milano: Giuffrè.
- SCHWARTZ, P., 1991. *The Art of the Long View*, New York: Doubleday Currecny, 1991, pp: 47-60.
- SYKES, H. B., DUNHAM, D., 1995. Critical assumption planning: A practical tool for managing business development risk. *Journal of Business Venturing*, 10(6), pp. 413-424.
- ZAPPA, G., 1950. *Il reddito di impresa*. Milano: Giuffrè.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Società — Società per azioni — Voto di lista — Eliminazione — Diritto di recesso — Sussistenza.

La deliberazione con la quale viene eliminata la previsione del voto di lista per la nomina dei componenti dell'organo amministrativo attribuisce il diritto di recesso a favore dei soci che non abbiano concorso alla deliberazione ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g c.c., integrando una modificazione dello statuto concernente i diritti di partecipazione.

Tribunale di Milano, Sezione specializzata in materia di impresa B, 31 luglio 2015, n. 9189 (Pres. Rel. Dott.ssa E. Riva Crugnola)

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

Gli attori, E. M. in proprio e quale procuratrice del figlio M. M.

— quali comproprietari di n. 250.000 azioni della Marcucci S.p.a. a seguito del decesso del socio P. M. loro marito e padre, hanno impugnato, con atto consegnato alla notifica il 4.11.2013, le deliberazioni assunte — in loro assenza — il 20.6.2013 dall'assemblea dei soci della spa, in tema di:

1. aumento di capitale per Euro 1.250.000 a pagamento,

2. modifica dell'art. 13 dello statuto sociale con eliminazione del voto di lista per la nomina dei membri del cda, deliberazioni a loro dire invalide:

1. la prima in quanto prodotto di abuso di potere degli altri componenti della famiglia soci di maggioranza,

— trattandosi di un aumento di capitale non giustificato da reali esigenze patrimoniali della società (come già evidenziato dagli attori nella assemblea del 30.4.2013, nella quale era emersa la proposta di capitalizzazione, e nella missiva del 14.6.2013 inviata dagli attori all'au della spa),

— in particolare in assenza di un piano industriale e in presenza di costi sproporzionati rappresentati anche dagli stipendi dei soci di maggioranza, dipendenti — a differenza degli attori — della società,

— ed eseguito a mezzo di compensazione con preesistenti crediti dei soci sottoscrittori verso la società,

— dunque volto, in violazione del canone di buona fede, al solo fine di indebita diluizione della partecipazione dei soci attori;

2. la seconda in quanto comportante diritto di recesso *ex art.* 2437 primo comma lett. *g)* c.c. e non preceduta dalla determinazione del valore delle azioni *ex art.* 2437-*ter* c.c. penultimo comma.

La convenuta ha contrastato la impugnazione avversaria, eccependo la decadenza degli attori *ex art.* 2377 comma sesto c.c., dato il mancato rispetto, per la notifica della citazione, del termine di 90 giorni dalla iscrizione della delibera nel Registro delle imprese l'1.7.2013, nel merito premettendo in fatto una diversa ricostruzione dei rapporti tra i vari gruppi di soci nonché negando la ricorrenza dei vizi denunciati dagli attori, posto che:

1. quanto al carattere abusivo della delibera di aumento di capitale:

— l'aumento di capitale risulterebbe del tutto giustificato alla luce delle vicende sociali come ricostruite a pagg. 11-12 della comparsa di risposta;

— nel caso di specie, essendo l'aumento del capitale sociale stato deliberato per conservare affidabilità rispetto al ceto bancario, non vi sarebbe spazio per la sindacabilità delle ragioni di opportunità e convenienza;

— mancherebbero comunque sia l'elemento soggettivo — l'attrice E. M. essendo dotata di patrimonio che le avrebbe agevolmente consentito la sottoscrizione dell'aumento — sia l'elemento oggettivo dell'abuso, l'aumento essendo giustificato dalla situazione sociale;

2. quanto alla modifica dell'art. 13 dello statuto, disposta per rendere dispari il numero degli amministratori e semplificare le modalità di nomina degli stessi:

— essa non legittimerebbe il diritto di recesso in quanto non rientrerebbe nella fattispecie *ex art.* 2437 primo comma lett. *g)*, relativa alle sole modifiche statutarie relative ai poteri di voto connessi alla atipicità delle azioni ovvero relative ai diritti di partecipazione patrimoniali;

— il penultimo comma dell'art. 2437-*ter* c.c. imporrebbe la previa comunicazione ai soci della determinazione del valore di liquidazione delle azioni solo in caso di espressa richiesta dei soci al riguardo;

— in ogni caso la violazione del diritto del socio alla conoscenza preventiva del valore attribuito alle azioni non inciderebbe sulla validità della delibera ma solo sui successivi termini del procedimento di recesso.

Contestata alla prima udienza dagli attori la fondatezza dell'eccezione di decadenza svolta dalla convenuta sul presupposto della applicabilità della sospensione feriale al termine di impugnazione, nelle memorie poi depositate *ex art.* 183 sesto comma c.p.c. le parti hanno ribadito le rispettive posizioni, in particolare:

— gli attori (prima memoria) rilevando che l'espressione di cui alla lettera *g)* del primo comma dell'art. 2437 c.c. "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione" andrebbe riferita ad ogni modificazione statutaria incidente sul "peso della partecipazione e sui collegati diritti", introducendo quindi richiesta di assegnazione di termine alla

società convenuta per la sanatoria della delibera annullabile, nonché (seconda memoria) formulando istanze istruttorie relative al carattere abusivo della delibera di aumento del capitale;

— la convenuta (seconda memoria) producendo documentazione e formulando anch'essa richieste istruttorie di segno contrario;
richieste istruttorie ritenute non dirimenti dal g.i.

MOTIVI DELLA DECISIONE

All'esito di tale contraddittorio e delle difese conclusionali, reputa il Tribunale che, superata l'eccezione di decadenza svolta dalla convenuta, nel merito l'impugnazione possa essere accolta solo per quanto riguarda la delibera di modifica dello statuto sociale mentre debba essere rigettata per quanto riguarda la delibera di aumento di capitale.

Al riguardo va infatti considerato:

— quanto alla eccezione di decadenza, del resto nemmeno coltivata dalla convenuta nelle sue difese conclusionali,

— che risulta condivisibile l'orientamento di legittimità richiamato dagli attori e già seguito da questo Tribunale secondo il quale: "Poiché tra i termini processuali per i quali l'art. 1 della L. n. 742 del 1969 prevede la sospensione nel periodo feriale vanno compresi non soltanto i termini inerenti alle fasi successive all'introduzione del processo, ma anche il termine entro il quale il processo deve essere instaurato, quando l'azione in giudizio rappresenta l'unico strumento a tutela dei diritti dell'attore, detta sospensione si applica anche con riferimento al termine di tre mesi previsto dall'art. 2377 cod. civ. per l'impugnazione della delibera dell'assemblea di una società per azioni." (così Cass. n.3351/1997; nello stesso senso cfr. anche Cass. n.6874/1999; Cass. n.6041/1991, nonché Corte Costituzionale n. 49/1990);

— che conseguentemente, la notifica dell'atto di citazione in data 4.11.2013 (con ricezione dello stesso da parte della convenuta il 7.11.2013) risulta tempestiva, decorrendo il termine di 90 giorni *ex art.* 2377 c.c. comma sesto dall'1.7.2013 (data di iscrizione delle delibere impugnate nel Registro delle imprese indicata dalla stessa convenuta, cfr. p.2 comparsa di costituzione) ed essendo tale termine sospeso per il periodo indicato dalla L. n. 742 del 1969 nel testo all'epoca vigente;

— quanto al vizio di abuso di potere riguardante la delibera di aumento di capitale,

— che

— a fronte della prospettazione degli attori, secondo la quale, in sostanza, la delibera di aumento di capitale non sarebbe conseguente ad alcun interesse sociale ma solo ad una abusiva manovra del contrapposto gruppo di (familiari e) soci, volto alla diluizione della partecipazione degli attori (che già avevano manifestato la loro contrarietà a partecipare ad aumenti di capitale non giustificati da esigenze patrimoniali c/o di sviluppo dell'attività sociale) a mezzo di una mera "modifica delle poste di bilancio", essendo stato l'aumento

eseguito dai soci sottoscrittori utilizzando loro crediti verso la società dipendenti da pregressi finanziamenti erogati alla spa, così consentendo la prosecuzione di scelte gestorie prevaricatrici della posizione della minoranza rappresentata dagli attori, esclusi da incarichi gestori così come da adeguati rapporti di lavoro con la spa, incarichi e rapporti invece riconosciuti — con retribuzioni spropositate — agli altri soci, la convenuta ha ampiamente illustrato e documentato (cfr. in particolare pagg. 7 e ss. comparsa di risposta nonché la copiosa documentazione prodotta con le varie memorie):

— un andamento sociale caratterizzato da perdite negli esercizi al 31.12.2010 e al 31.12.2011,

— una rilevante contrazione degli affidamenti bancari a partire dal novembre 2012,

— gli specifici episodi di finanziamento da parte dei soci,

— l'adeguatezza delle retribuzioni e dei compensi percepiti nelle loro qualità di amministratori c/o di dipendenti dai soci diversi dagli attori,

— in particolare attribuendo l'instabilità finanziaria sottesa alle operazioni di finanziamento poi tradottesi nell'aumento di capitale qui censurato non già a una disordinata e profittratrice gestione in danno dei soci attori ma ad una crisi di mercato iniziata nel 2008 ed alla quale gli organi gestori hanno reagito con una serie di iniziative di contenimento dei costi di esercizio e di acquisizione di nuove quote di mercato;

— che in presenza di tali documentate difese della convenuta, gli attori hanno ribadito il loro richiamo agli indici di abuso, incentrati sostanzialmente sul diverso ruolo attribuito in seno alla spa ad essi, dopo la morte del socio loro dante causa, e agli altri familiari/soci raggruppati in una stabile maggioranza, senza smentire specificatamente i singoli snodi della ricostruzione avversaria se non per ribadire la carenza di un piano industriale e per sottolineare il carattere limitato della collaborazione offerta a M. M.;

— che in tale situazione probatoria, ad avviso del Tribunale, gli indici di abuso offerti dagli attori non paiono dotati di carattere univoco quanto alla dimostrazione di una finalità della delibera di aumento del capitale esclusivamente nel senso della diluizione della partecipazione di minoranza ovvero nel senso di vantaggio ingiustificato per i soci di maggioranza in danno degli altri, dimostrazione, come noto, necessaria, secondo un condivisibile orientamento, per la configurazione del vizio di abuso di potere,

— a fronte di tali indici dovendosi in particolare valutare i documentati rilievi della convenuta in ordine alla (se non necessità quantomeno) opportunità di un aumento di capitale in presenza di un andamento in perdita dell'ente e del corrispondente manifestarsi di tensione nei rapporti con il ceto bancario, rilievi che, del resto, trovano espressa conferma nelle dichiarazioni in sede assembleare del presidente del collegio sindacale della spa, secondo il quale "l'odierna proposta di aumento di capitale risulta oltremodo opportuna in relazione alla situazione finanziaria" (cfr. doc. 10 attori, p. 3),

— sì che in definitiva, pur in assenza di specifico piano industriale,

l'aumento di capitale qui censurato non può dirsi di per sé ingiustificato rispetto alle vicende sociali e come tale abusivo e adottato in violazione del canone di buona fede in solo danno dei soci attori,

— senza che, al riguardo, possano apparire dirimenti i mezzi istruttori richiesti dagli attori, tutti incentrati sulla divergenza tra il trattamento economico riservato ai soci di maggioranza e la posizione aziendale di M. M. nel breve periodo tra il marzo e il giugno 2011 (cfr. ordine di esibizione, CTU e capitoli di prova orale di cui alla seconda memoria degli attori) e come tali non determinanti ai fini del decidere, oltre che in parte superati dai chiarimenti e dalla documentazione offerti al riguardo dalla convenuta nella sua seconda memoria.

Per quanto fin qui detto l'impugnazione relativa alla delibera di aumento del capitale va dunque rigettata, senza necessità di ammissione di mezzi istruttori.

Quanto poi alla impugnazione della delibera di modifica dell'art. 13 dello Statuto, va considerato:

— che con la delibera impugnata l'art. 13 dello Statuto della spa è stato modificato eliminando la previsione contenuta nel testo previgente relativa alla procedura di voto di lista per la nomina del cda di quattro membri;

— che la riconducibilità di tale modifica alla categoria di quelle “concernenti i diritti di voto o di partecipazione”, come tali danti luogo al diritto di recesso *ex art. 2437 c.c. primo comma lett. g)*, e affermata dagli attori e negata dalla convenuta sulla scorta di diverse letture dell'endiadi di cui alla norma,

— in particolare secondo la convenuta:

— le modifiche concernenti i diritti di voto riguardando solo modifiche statutarie rilevanti *ex art. 2351 c.c.* quanto alla attribuzione di voto a ciascuna azione, alla previsione di azioni senza diritto di voto o con voto plurimo,

— e le modifiche concernenti i diritti di partecipazione riguardando solo modifiche statutarie relative ai diritti patrimoniali dei soci, con conseguente esclusione della eliminazione del voto di lista dal perimetro delle modifiche danti luogo al recesso;

— mentre, secondo gli attori, il richiamo ai diritti di partecipazione contenuto nella norma andrebbe esteso anche ai diritti di partecipazione c.d. amministrativi concernenti il coinvolgimento di ciascun socio nella vita dell'ente, con conseguente riconducibilità a tale categoria della modifica qui in discussione, incidente sul diritto di partecipazione inerente alla possibilità, per ciascun socio e dunque anche per gli attori, “*di esprimere un componente di fiducia all'interno del cda*”.

Rispetto a tali contrapposte letture reputa il Tribunale debba condividersi quella offerta dagli attori.

Al riguardo va premesso che con la riforma del 2003 il legislatore ha profondamente innovato l'istituto del recesso del socio di spa,

— ampliandone significativamente i presupposti di esercizio in riferimento al dissenso del socio di minoranza rispetto a fattispecie di modificazioni

statutarie, ben più ampie di quelle previste dal previgente art. 2437 c.c., ovvero rispetto ad altre vicende significative per l'assetto societario (art. 2437 c.c., primo, secondo e terzo comma, art. 2437-*quinquies* c.c., art. 2947-*quater* c.c., art. 34 D.Lgs. n. 5 del 2003, art. 2355-*bis* c.c. secondo comma),

— e dettando regole del tutto nuove:

— sia quanto al procedimento di liquidazione della partecipazione del socio receduto (art. 2437-*quater* c.c.),

— sia quanto ai criteri di determinazione del valore delle azioni (art. 2437-*ter* c.c.), in particolare, quanto a tale ultimo aspetto:

— precisando il criterio di valorizzazione per il caso di società quotate in mercati regolamentati (terzo comma: “esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono” l'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso),

— e per le spa non quotate disponendo (secondo comma) che “il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni”, così modificando significativamente il regime previgente, che prevedeva “il rimborso” delle azioni del socio receduto “in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio”,

— nonché prevedendo, in caso di contestazione da parte del socio recedente della valorizzazione effettuata dagli amministratori, un procedimento valutativo “esterno” affidato ad un esperto nominato dal tribunale (sesto comma) i cui compiti e il regime della cui relazione sono poi disciplinati attraverso il rinvio al primo comma dell'art. 1349 c.c.,

— regolante la figura del c.d. arbitraggio e a sua volta disponente che nella determinazione della prestazione oggetto del contratto il terzo cui questa è stata deferita dalle parti “deve procedere con equo apprezzamento” (salva diversa indicazione delle parti di rimettersi al suo mero arbitrio) e che laddove la determinazione del terzo arbitratore manchi ovvero sia “manifestamente iniqua o erronea” la determinazione “è fatta dal giudice”.

In tale contesto normativo il recesso del socio di spa, come sottolineato dalla dottrina, va quindi considerato (non più un rimedio per così dire di ultima istanza a tutela della posizione del socio di minoranza ma) una ipotesi di disinvestimento alternativa — per il socio di minoranza dissenziente rispetto a vicende sociali significative — alla cessione delle azioni sul mercato, ipotesi alla quale è possibile ricorrere a fronte di un ampio numero di presupposti e che prevede criteri di liquidazione delle azioni non più penalizzanti (come nel regime previgente comportava invece il riferimento normativo al patrimonio sociale “contabile”, non evidenziante plusvalenze e redditualità) ma in qualche modo “concorrenziali” rispetto alle possibilità di vendere le azioni sul mercato, correlativamente essendo poi disegnato un procedimento di liquidazione “a scalare” volto a limitare l'impatto del recesso sulla consi-

stenza patrimoniale della società e, quindi, sulle ragioni dei creditori sociali (offerta delle azioni del socio receduto in opzione agli altri soci; collocamento delle azioni preso terzi; acquisto di azioni proprie da parte della società; da ultimo, per il caso di infruttuosità delle ipotesi precedenti, riduzione del capitale sociale).

E in tale contesto sistematico,

— nel quale la normativa in tema di recesso non pare più qualificabile come eccezionale ma, al contrario, viene a rappresentare “lo strumento più efficace di tutela per il socio”, così individuando secondo la dottrina un “nuovo punto di equilibrio nella dialettica fra maggioranza e minoranza”,

non pare al Tribunale possano condividersi interpretazioni restrittive del tenore delle norme in tema di recesso fondate su indici non univoci, quale quella proposta dalla convenuta sulla scorta di una riduttiva lettura della espressione “diritti di partecipazione” ricomprensive i soli diritti patrimoniali.

Tale riduttiva lettura, pur se seguita da talune pronunce di merito,

— la cui motivazione è incentrata sul carattere eccezionale del diritto di recesso rispetto “al principio generale dell’obbligatorietà per tutti i soci delle deliberazioni assembleari” ovvero sul rilievo che una “interpretazione estensiva finirebbe per attribuire un vero e proprio diritto di veto al socio dissenziente anche di fronte a deliberazioni suscettibili di approvazione a maggioranza con il risultato di far prevalere l’interesse individuale del socio rispetto alla volontà della maggioranza”, considerazioni entrambe, si è detto, che appaiono legate a una visione dell’istituto non più coerente con il nuovo impianto normativo, non trova infatti, ad avviso del Tribunale, giustificazione nel tenore letterale della disposizione in esame, tenore il quale, nel riferirsi ai “diritti di partecipazione” in endiadi con i “diritti di voto”, non esclude di per sé espressamente dal novero dei diritti di partecipazione i diritti di partecipazione “amministrativi” per includervi solo quelli di partecipazione “patrimoniali”, ma pare, al contrario, utilizzare un ampio *nomen juris*, che non trova riscontro in altre sedi del codice, così legittimando l’inclusione nella formula normativa di entrambe le categorie dei “diritti patrimoniali” e dei “diritti amministrativi”, in vari altri articoli dello stesso capo del codice espressamente individuate congiuntamente (cfr., ad es., art. 2346 comma sesto, art. 2349 comma secondo) ovvero separatamente (cfr., ad. es., art. 2359 comma secondo).

Né ad inficiare tale conclusione può poi valere l’argomento, svolto da taluni commentatori della norma, relativo al fatto che, il diritto di voto essendo il più rilevante dei diritti di partecipazione amministrativa del socio, la sua espressa menzione nella prima parte dell’endiadi comporterebbe che la seconda parte della stessa endiadi non possa riferirsi ad altri diritti di partecipazione amministrativa ma solo a diritti di natura diversa, quali quelli di partecipazione patrimoniale: argomento che appare facilmente superabile ove si consideri che “diritto di voto” è *nomen juris* espressamente individuato

nella rubrica dell'art. 2351 c.c., cosicché la sua inclusione nell'endiadi in esame può di per sé valere a significare il richiamo a tale specifica nozione, senza alcuna valenza di contrapposizione all'altro termine dell'endiadi stessa.

Per quanto fin qui detto dunque, ad avviso del Tribunale, le modificazioni statutarie concernenti i diritti di partecipazione dei soci vanno individuate non solo nelle modificazioni statutarie incidenti sui diritti di partecipazione patrimoniale dei soci ma anche in quelle incidenti sui diritti di partecipazione amministrativa dei soci, diritti tra i quali va senz'altro ricompreso il diritto del socio di presentazione di lista per la nomina dell'organo amministrativo, tale presentazione risolvendosi

— non già in una mera modalità di regolamentazione della procedura di voto rilevante solo sul piano organizzativo ma

— nella facoltà, riconosciuta statutariamente ad ogni socio, di concorrere alla nomina dell'organo gestorio secondo uno schema estraneo alla regola di maggioranza e, dunque, di “partecipare” — più incisivamente rispetto alla regola di base — ad una delle scelte organizzative vitali per l'ente.

Ciò impregiudicata ogni altra questione, qui non dirimente, quanto al diverso tema della rilevanza, ai sensi della lettera g) in esame, di modificazioni statutarie che incidano (non sui “diritti di voto” quali oggetto della disciplina *ex art.* 2351 c.c. ma) sul “peso” della singola partecipazione, ad esempio modificando quorum assembleari ovvero modificando soglie di partecipazione richieste per l'esercizio di diritti di partecipazione, modifiche tutte queste di per sé non immediatamente attinenti — come invece è il caso della facoltà di presentazione di lista per la nomina dell'organo amministrativo — a poteri appartenenti al singolo socio in quanto tale.

Conclusivamente va quindi ritenuto che la delibera qui impugnata, rientrando il suo oggetto tra quelli ricompresi nella lettera g) del secondo comma dell'art. 2437 c.c., legittimasse il diritto di recesso degli attori, rimasti estranei alla sua adozione: con la conseguenza che l'inserimento di tale delibera all'ordine del giorno avrebbe dovuto comportare, ai sensi del quinto comma dell'art. 2437-ter c.c., la disponibilità per i soci — nei quindici giorni antecedenti la data di convocazione dell'assemblea — della “determinazione del valore di liquidazione delle azioni” operata dagli amministratori previo parere del collegio sindacale.

Disponibilità, come è pacifico in causa, invece non verificatasi nel caso di specie e la cui assenza, — secondo l'orientamento di questo Tribunale citato dagli attori e alla cui motivazione può qui farsi rinvio in quanto neppure specificatamente contraddetta dalla convenuta,

configura un vizio di annullabilità della delibera adottata dall'assemblea dei soci della convenuta, vizio al quale deve conseguire, come da ultimo richiesto dagli attori solo in via subordinata, l'annullamento della delibera relativa alla modificazione dell'art. 13 dello statuto della convenuta.

Non può invece essere pronunciato l'ordine alla convenuta di sanatoria della delibera, ordine richiesto dagli attori in via principale — nelle conclu-

sioni definitive riproducenti quelle già formulate nella prima memoria depositata *ex art.* 183 c.p.c. sesto comma — con palese riferimento alla previsione di cui al quarto comma dell’*art.* 2378 c.c., relativa ai poteri di conciliazione del giudice istruttore nella fase cautelare inerente alla sospensione della esecuzione della delibera impugnata e non idonea alla configurazione di analogo *petitum* di merito.

Il complessivo esito della lite impone poi il rigetto della domanda *ex art.* 96 cpc svolta dalla convenuta.

Le spese di lite possono infine essere compensate per metà, in ragione della reciproca soccombenza, mentre per l’altra metà vanno addossate alla convenuta, metà che va liquidata come nel dispositivo, tenuto conto della natura della causa e dell’attività difensiva svolta.

P.Q.M.

Il Tribunale, definitivamente pronunciando, ogni altra istanza disattesa o assorbita, così dispone:

1. rigetta la impugnazione degli attori per quanto riguarda la delibera adottata dall’assemblea dei soci della spa convenuta il 20.6.2013 in materia di aumento di capitale;

2. ritenuta l’invalidità della delibera adottata dall’assemblea dei soci della spa convenuta il 20.6.2013 in materia di modificazione dell’*art.* 13 dello Statuto sociale, rigettata la domanda degli attori relativa alla emanazione di ordine per la sanatoria di tale delibera, in accoglimento della domanda subordinata degli attori, annulla tale delibera;

3. rigetta la domanda *ex art.* 96 cpc svolta dalla convenuta;

4. compensa per metà tra le parti le spese del giudizio e condanna la convenuta Marcucci s.p.a. alla rifusione in favore degli attori della restante metà, metà che liquida in Euro 456,15 per esborsi e in Euro 8.000,00 per compensi di avvocato, oltre rimborso forfettario al 15%, iva e cpa sul secondo importo.

* * *

Voto di lista e diritto di recesso (di Marta Pin)

1. *Il caso.*

Il Tribunale di Milano con la sentenza in epigrafe torna a pronunciarsi su un tema fortemente discusso in dottrina e in giurisprudenza quale è il diritto di recesso per le “modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione”, ai sensi dell’*art.* 2437, comma 1, lett. *g* c.c. Con la sentenza in oggetto i giudici milanesi riconoscono il diritto di recesso ai soci di una società per azioni, la Marcucci S.p.A., rimasti estranei all’adozione di una delibera-

zione con la quale veniva espunto il voto di lista dallo statuto sociale ⁽¹⁾. In particolare veniva impugnata una deliberazione portante, tra l'altro, la modificazione dell'art. 13 dello statuto sociale, che si sostanziava nell'eliminazione del voto di lista quale modalità di nomina di un consiglio di amministrazione di quattro membri.

2. *L'art. 2437, comma 1, lett. g c.c.: questioni interpretative.*

Il legislatore, con la riforma del 2003, è intervenuto, tra l'altro, ampliando le fattispecie legali di recesso e ha previsto, ai sensi dell'art. 2437, comma 1, lett. g c.c., che hanno diritto di recedere per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti "modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto e di partecipazione". Sin dalla sua introduzione tale disposizione ha posto due principali problemi interpretativi, su cui si sono divise la dottrina e la giurisprudenza: il primo concernente il significato da attribuire alla nozione modificazioni concernenti i diritti di voto; il secondo relativamente all'individuazione di quali siano i "diritti di partecipazione" rilevanti ⁽²⁾.

⁽¹⁾ La posizione assunta appare, *prima facie*, in contrapposizione con quanto deciso recentemente dal Tribunale di Roma (con decreto n. cron. 2964/2014 del 30 aprile 2014), che, sempre in materia di voto di lista, aveva invece accolto un'interpretazione restrittiva della clausola di cui alla lett. g dell'art. 2437, comma primo, c.c. (in particolare, i giudici romani hanno negato il diritto di recesso a fronte di un innalzamento della soglia richiesta per la presentazione delle liste per la nomina dell'organo amministrativo, decisione disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it) e dall'orientamento assunto dalla Corte di Appello di Brescia con sentenza del 2 luglio 2014, seppur pronunciatasi in materia di modificazione dei *quorum* assembleari (disponibile sul sito www.giurisprudenzadelleimprese.it, nonché in *Giur. Comm.*, 2015, II, p. 1053 e ss. con nota di VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, nonché in *Riv. dott. comm.*, 2015, p. 257 e ss. con nota di BRIGHENTI S., *Modificazioni statutarie concernenti i quorum assembleari e diritto di recesso*).

⁽²⁾ Sul diritto di recesso in generale e sul tema *de qua* in particolare, si vedano, *ex multis*: CALLEGARI M., *Commento all'art. 2437*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di G. Cottino, O. Cagnasso G. Bonfante e P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1389 e ss.; CAPIELLO S., *Commento all'art. 2437*, in *Codice commentato delle nuove società*, a cura di V. Salafia, D. Corapi, G. Marziale, R. Rordorf, G. Bonfante, Milano, 2004, p. 845 e ss.; PACIELLO A., *Il diritto di recesso nella s.p.a.: primi rilievi*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 417 e ss.; PACIELLO A., *Commento all'art. 2437*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini e A. Stagno D'Alcontres, Napoli, 2004, p. 1105 e ss.; STELLA RICHTER M., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 389 e ss.; ANNUNZIATA F., *Commento all'art. 2437*, in *Commentario alla riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Milano, 2005, p. 101 e ss.; CALANDRA BONAURA V., *Il recesso del socio di società di capitali*, in *Giur. Comm.*, 2005, II, p. 291 e ss.; CHIAPPETTA F., *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 487 e ss.; GALLETI D., *Commento all'art. 2437*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, p. 1510 e ss.; DI CATALDO V., *Recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse e G.B. Portale, Torino, 2007, p. 228 e ss.; CICONTE M., *Commento all'art. 2437*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, diretto da G. Fauceglia e G. Schiano di Pepe, Torino, 2007, p. 1208 e ss.; BUTTURINI P., *Le fattispecie legali di recesso introdotte dalla riforma delle società di capitali*, in *Contr. Impr.*, 2008, p. 354 e ss.; ABU AWWAD A., *I "diritti di voto e di partecipazione" fra recesso e assemblee speciali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 312 e ss.; FRIGENI C., *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, Milano, 2009, p. 184 e ss.; ACQUAS B.- LECIS C., *Il recesso del socio nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano, 2010; CALIFANO G.V., *Il recesso nelle società di capitali*, Padova, 2010;

In relazione alla prima questione, la dottrina ha evidenziato la necessità di individuare se rilevino soltanto le modificazioni dirette o anche quelle indirette (*rectius* di diritto, di fatto e indirette secondo una tripartizione proposta da un Autore ⁽³⁾).

Per un verso, non vi sono dubbi circa la rilevanza delle modificazioni dirette ovvero quelle modificazioni statutarie che incidono direttamente sui diritti di voto o di partecipazione attribuiti a ciascuna singola azione (si pensi a titolo esemplificativo alla limitazione del diritto di voto originariamente attribuito ai sensi dell'art. 2351 c.c.); per altro verso, è invece controversa la rilevanza delle modificazioni indirette ovvero quelle modificazioni che pur non incidendo direttamente sui poteri del singolo azionista ne determinano quale effetto consequenziale un'alterazione (si pensi a titolo esemplificativo ad una deliberazione di aumento del capitale sociale con emissione di azioni privilegiate ⁽⁴⁾).

Un'interpretazione estensiva della nozione di modificazione tale da ricomprendere anche quelle indirette (o di fatto) ha indotto parte della dottrina a ricondurre alla fattispecie legittimante l'esercizio del diritto di recesso di cui alla lett. g altresì, a titolo meramente esemplificativo, la modifica del *quorum* deliberativo ⁽⁵⁾ o la modifica delle percentuali del capitale sociale previste per la presentazione delle liste per la nomina degli organi sociali, l'adozione del sistema dualistico con indiretta limitazione dell'ambito di esercizio del diritto di voto. Si tratta tuttavia di un orientamento non condiviso da alcune sentenze ⁽⁶⁾ e in ultima istanza anche dalla decisione del Tribunale di Milano in epigrafe. Sul punto infatti non vi è concordia di opinioni, in quanto coloro

CAGNASSO O., *Il recesso*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2010, p. 961; DACCÒ A., *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2010, p. 1414; SCHARCHILLO G., *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in *Commentario al Codice Civile*, a cura di P. Cendon, Milano, 2010, p. 369 e ss. ed ivi p. 386; MARASÀ G., *Commento agli artt. 2437, 2437-bis, 2437-ter, 2437-quater, 2437-quinquies*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. D'Alessandro, Padova, 2011, p. 775 e ss. ed ivi p. 784; VENTORUZZO M., *Recesso e valore della partecipazione nelle società di capitali*, Milano, 2012, p. 19 e ss.; DELLI PRISCOLI L., *Commento agli artt. 2437-2437-sexies*, in *Il Codice Civile. Commentario*, fondato e diretto da P. Schlesinger, Milano, 2013, p. 45 e ss.; NAPOLETANO G., *Diritto di recesso del socio di società per azioni per modifiche dello statuto sociale riguardanti i diritti di voto o di partecipazione*, in *Foro pad.*, 2013, I, p. 477 e ss.; ANGELICI C., *Sull'art. 2437, primo comma, lettera g) del c.c.*, in *Riv. not.*, 2014, I, p. 865 e ss.; BRIGHENTINI S., *Modificazioni statutarie concernenti i quorum assembleari e diritto di recesso*, in *Riv. dott. comm.*, 2015, p. 257 e ss.; CAVALAGLIO L., *Commento all'art. 2437*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2015, p. 1174 e ss. ed ivi p. 1183 e ss.; LIBERTINI M. - ANGELICI C., *Un dialogo su voto plurimo e diritto di recesso*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, p. 1 e ss.; VENTORUZZO M., *Modifiche di diritto, indirette e di fatto del diritto di voto e recesso nelle s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 2015, II, p. 1053 e ss.

⁽³⁾ Cfr. VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 1060 e ss., il quale ritiene le modifiche indirette una *species* del più ampio *genus* delle modifiche di fatto.

⁽⁴⁾ Su tale ipotesi in particolare si v. ANGELICI C., (nt. 2), p. 865 e ss., il quale esclude il diritto di recesso.

⁽⁵⁾ Si v. SCHARCHILLO G., (nt. 2), p. 386. Sembra interessante sottolineare l'opinione di PACIELLO A., (nt. 2), p. 1114, il quale ritiene che l'innalzamento dei quorum deliberativi potrebbe essere rilevante ai fini del diritto di recesso ove si accogliesse una tesi estensiva della locuzione diritti di partecipazione tale da ricomprendere anche i diritti amministrativi.

⁽⁶⁾ V. nt. 1.

che ritengono che la disposizione debba essere interpretata estensivamente evidenziano la rilevanza di qualsiasi modifica che sia idonea ad incidere sull'esercizio del diritto di voto, ivi comprese pertanto quelle idonee a incidere anche indirettamente sull'esercizio del diritto di voto, sul "peso" della partecipazione ⁽⁷⁾; coloro che invece accolgono la tesi restrittiva ritengono che siano rilevanti ai fini del riconoscimento del diritto di recesso solo quelle modifiche che incidono *direttamente* sul diritto di voto dei soci ⁽⁸⁾. Anche il Tribunale di Milano nella decisione *de qua* sembra condividere tale posizione, richiamando espressamente le fattispecie considerate dalle due precedenti decisioni ed evidenziando la diversità del caso sottoposto al suo esame ⁽⁹⁾.

La seconda questione interpretativa, su cui si focalizza l'*iter* argomentativo della decisione, è quella del significato da attribuire alla locuzione "diritti di partecipazione". Anche in questo caso infatti un'interpretazione estensiva giunge a ricondurre alla fattispecie legale non soltanto le modificazioni dei diritti di partecipazione patrimoniali, bensì anche dei diritti di partecipazione amministrativi ⁽¹⁰⁾ (diversi dal voto, essendo le modificazioni concernenti tale diritto amministrativo rilevanti in forza della prima parte della disposizione). La questione è particolarmente rilevante nel caso di specie, in quanto il Tribunale di Milano giunge a riconoscere il diritto di recesso per la eliminazione del voto di lista, *non già in quanto modificazione statutaria concernente direttamente il diritto di voto*, bensì in quanto modificazione di un diritto di partecipazione di natura amministrativa ⁽¹¹⁾.

⁽⁷⁾ Ritengono rilevanti le modifiche dirette e indirette: DELLI PRISCOLI L., (nt. 2), p. 47; LIBERTINI M., (nt. 2), p. 2.

⁽⁸⁾ In tal senso si v. LA SALA G.P., *Principio capitalistico e voto non proporzionale nella società per azioni*, Torino, 2011, p. 215 e s.; CAVALAGLIO L., (nt. 2), p. 1185 e s.; ANGELICI C., (nt. 2), p. 870, secondo il quale "una rilevanza ai fini dell'art. 2437, lett. g), cod. civ., anche di modificazioni indirette dei diritti degli azionisti significherebbe, a ben guardare, rendere sostanzialmente illimitato l'ambito di applicazione della norma"; VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 20; MARASÀ G., (nt. 2), p. 784. In tal senso anche Trib. di Roma, 30 aprile 2014, p. 5 del provvedimento, nonché Corte d'Appello di Brescia, 2 luglio 2014, p. 7 e s. del provvedimento.

⁽⁹⁾ Si legge infatti che le modificazioni statutarie quali ad esempio il cambiamento dei *quorum* assembleari o delle soglie per l'esercizio dei diritti di partecipazione costituiscono "modifiche di per sé non immediatamente attinenti — come invece è il caso della facoltà di presentazione di lista per la nomina dell'organo amministrativo — a poteri appartenenti al singolo socio in quanto tale".

⁽¹⁰⁾ In senso favorevole a tale interpretazione estensiva della locuzione "diritti di partecipazione", tale da ricomprendere anche i cd. diritti amministrativi si v. ACQUAS B. - LECIS C., (nt. 2), p. 48; CALANDRA BONAURA V., (nt. 2), p. 296; DI CATALDO V., (nt. 2), p. 228; MARASÀ G., (nt. 2), p. 784. In termini dubitativi si v. ANGELICI C., (nt. 2), p. 867.

Propendono invece per un'interpretazione restrittiva della locuzione circoscrivendo i diritti di partecipazione ai soli diritti patrimoniali: PACIELLO A., (nt. 2), p. 1113 e s.; GALLETTI D., (nt. 2), p. 1510; ANNUNZIATA F., (nt. 2), p. 41; VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 22, quest'ultimo evidenziando il margine di ambiguità della norma.

⁽¹¹⁾ Si legge infatti che: "ad avviso del Tribunale, le modificazioni statutarie concernenti i diritti di partecipazione dei soci vanno individuate non solo nelle modificazioni statutarie incidenti sui diritti di partecipazione patrimoniale dei soci ma anche in quelle incidenti sui diritti di partecipazione amministrativa dei soci, diritti tra i quali va senz'altro ricompreso il diritto del socio di presentazione di lista per la nomina dell'organo amministrativo".

3. *La decisione del Tribunale di Milano e la nozione “diritti di partecipazione”.*

Si può passare quindi ad analizzare brevemente il percorso argomentativo che ha condotto i giudici milanesi ad addivenire alla propria conclusione. Nel caso prospettato la modificazione in questione consisteva nell'eliminazione del voto di lista per la nomina di un consiglio di amministrazione di quattro membri. Va premesso che il voto di lista è un sistema di votazione per la nomina degli organi volto a garantire alle minoranze una rappresentanza nell'organo di amministrazione (tale fine è particolarmente evidente nella normativa in materia di società per azioni quotate di cui al D.Lgs. 58/1998). Siffatto risultato può essere conseguito mediante due metodi principali, vuoi prevedendo che una percentuale dei componenti dell'organo amministrativo sia nominata dalle minoranze, vuoi attraverso il metodo “proporzionale”, mediante la c.d. clausola “dei quozienti” (quale è la clausola statutaria oggetto di modificazione nel caso *de qua*). Le argomentazioni addotte dalle parti in causa riassumono le divergenti posizioni espresse in dottrina: la parte attrice, infatti, sostiene la sussunzione della fattispecie a quella legale di cui alla norma succitata; la parte convenuta, viceversa, accoglie una tesi restrittiva della fattispecie legale ritenendo che le modifiche concernenti i diritti di voto riguardino solo modifiche statutarie rilevanti *ex art.* 2351 c.c. quanto alla attribuzione del diritto di voto a ciascuna azione, alla previsione di azioni senza diritto di voto o con voto plurimo e le modifiche concernenti i diritti di partecipazione riguardino solo modifiche statutarie relative ai diritti patrimoniali dei soci. In particolare la tesi della parte attrice ritiene che il richiamo ai diritti di partecipazione sia esteso altresì ai cd. diritti amministrativi, tra i quali sarebbe riconducibile il diritto di ciascun socio “di esprimere un componente di fiducia all'interno del cda”.

Il Tribunale di Milano accoglie tale ultima posizione, dichiarando espressamente di non condividere interpretazioni restrittive della disposizione e negando il fondamento delle stesse, ovvero il presunto carattere di *eccezionalità* della disciplina in materia di recesso. In particolare, i giudici milanesi ritengono che simili interpretazioni non possano essere avallate nemmeno sul piano dell'interpretazione letterale della disposizione che, anzi, deporrebbe a favore di un'interpretazione estensiva della locuzione “diritti di partecipazione” non ravvisando ragioni per escludere dal novero di questi i cd. diritti di partecipazione amministrativi. Il Tribunale prosegue scardinando l'altra argomentazione letterale talvolta addotta dai sostenitori della tesi restrittiva che escludono la rilevanza dei diritti di partecipazione di natura amministrativa sulla base della rilevanza attribuita dal legislatore nella prima parte della disposizione di cui alla lett. *g* al più importante dei diritti amministrativi, quale è il diritto di voto ⁽¹²⁾.

⁽¹²⁾ In tal senso, seppur in termini dubitativi, v. VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 21.

A ben vedere, tuttavia, a deporre a favore di un'interpretazione restrittiva della disposizione sussistono una serie di ulteriori argomentazioni, ben più pregnanti del semplice dato letterale. La *ratio* stessa della disciplina in materia di recesso, gli interessi da questa tutelati nonché da ultimo gli effetti che la stessa produce sul patrimonio sociale, infatti, inducono a restringere l'ambito di applicazione di tale istituto.

Come è stato correttamente evidenziato, se è vero che il legislatore con la riforma del 2003 ha radicalmente innovato la disciplina in materia di recesso, ampliando le ipotesi di esercizio di tale diritto, è altresì vero che la disciplina così delineata si connota per la costante ricerca di un contemperamento tra esigenze del socio ad utilizzare tale strumento di *exit* a fronte di modificazioni significative dei propri diritti, da un lato, e la costante esigenza di tutela del patrimonio sociale della società, dall'altro⁽¹³⁾. Tale ultimo profilo emerge in maniera evidente nel procedimento di liquidazione previsto dalla legge e proprio tale ricerca di un contemperamento di interessi dovrebbe essere utilizzato quale ulteriore criterio al fine di individuare le modificazioni rilevanti ai fini del riconoscimento del diritto di recesso. Ulteriore elemento che induce a ritenere preferibile un'interpretazione restrittiva delle cause legali di recesso potrebbe ricercarsi nel riconoscimento di un'ampia autonomia statutaria ai sensi dell'art. 2437, comma 4, c.c. nella previsione di ulteriori cause convenzionali.

Quanto alla eliminazione della facoltà di presentare le liste per la nomina dell'organo amministrativo, ci si potrebbe chiedere se questa non possa comunque ritenersi una modificazione attributiva del diritto di recesso di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g c.c. non già in quanto modificazione di un diritto di partecipazione amministrativo, bensì in quanto modificazione "*diretta*" concernente il diritto di voto. Tale diversa prospettiva solleva un ulteriore quesito interpretativo, già avanzato da parte della dottrina, se rilevino le sole modificazioni del diritto di voto in senso stretto (quindi la sua attribuzione o limitazione) o anche quelle relative alla disciplina statutaria in materia di diritto di voto, in tal modo rilevando anche i cambiamenti delle modalità di esercizio del diritto di voto⁽¹⁴⁾. A tal riguardo, si ricorda che il voto di lista si inserisce nel procedimento della deliberazione di nomina delle cariche sociali che si articola in diverse fasi: la fase della proposta di deliberazione, la votazione, lo scrutinio e la relativa proclamazione. Il voto di lista riguarda direttamente la prima di suddette fasi in quanto tale procedura altro non è

⁽¹³⁾ In tal senso Trib. di Roma 30 aprile 2014, p. 5 del provvedimento, nonché Corte d'Appello di Brescia, 2 luglio 2014, p. 7 del provvedimento. In termini critici sulla rilevanza di tale passaggio dell'iter argomentativo v. VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 1057.

⁽¹⁴⁾ PACIELLO A., (nt. 2), p. 1113, nt. 40; ANGELICI C., (nt. 2), p. 5, il quale in particolare ritiene che la disposizione di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g c.c. riguardi la disciplina dell'esercizio dei diritti di voto richiamando a titolo esemplificativo come ipotesi rilevante proprio l'introduzione o l'eliminazione del voto di lista; VENTORUZZO M., (nt. 2), p. 22, nt. 53, il quale segnala "il delicato problema se le modificazioni del diritto di voto rilevanti per il recesso riguardino anche le modalità di esercizio dello stesso" e concludendo, seppur in termini dubitativi, a favore di una soluzione negativa.

che una tecnica di presentazione della proposta di deliberazione che, tuttavia, incide indirettamente anche sulla seconda fase quale è quella della votazione in quanto va a delimitare l'oggetto della stessa alle liste così come presentate dai soci prima dell'adunanza. Solo ove si inquadrasse l'art. 2437, comma 1, lett. g, prima parte, c.c. come una disposizione che riguarda le modificazioni concernenti la disciplina dell'esercizio dei diritti di voto intesa in senso lato (ivi incluse quindi anche le modalità di esercizio del diritto di voto), si potrebbe sostenere che l'introduzione o l'eliminazione del voto di lista legittimino il diritto di recesso ⁽¹⁵⁾.

Tale profilo pare essere incidentalmente vagliato dai giudici milanesi nella parte in cui ritengono che il diritto del socio di presentare una lista per la nomina dell'organo amministrativo non sia in realtà una "mera modalità di regolamentazione della procedura di voto rilevante sul piano organizzativo", bensì una "facoltà, riconosciuta statutariamente ad ogni socio, di concorrere alla nomina dell'organo gestorio secondo uno schema estraneo alla regola di maggioranza e, dunque, di partecipare più incisivamente rispetto alla regola di base — ad una delle scelte organizzative vitali per l'ente". Il sistema delineato dallo statuto della società *de qua* effettivamente determinava un'attenuazione del principio maggioritario puro a favore di un sistema proporzionale, attraverso il cd. metodo dei "quozienti" ⁽¹⁶⁾.

Si può rilevare che la possibilità di "*partecipare più incisivamente*" alla nomina degli amministratori è meramente potenziale, posto che il sistema proporzionale puro potrebbe anche non condurre alla nomina di alcun consigliere della "lista di minoranza" ⁽¹⁷⁾. La possibilità di "*partecipare più incisivamente*" alla nomina degli organi sociali, rispetto alla regola legale, assumerebbe pertanto rilevanza in astratto, tenuto conto che il Tribunale di Milano sembra prescindere totalmente da un'analisi in concreto, sulla base dell'assetto proprietario della società e della partecipazione detenuta dai soci recedenti.

4. Conclusioni.

In conclusione, se la decisione del Tribunale di Milano sembra discostarsi

⁽¹⁵⁾ In tal senso v. ANGELICI C., (nt. 2), p. 5.

⁽¹⁶⁾ La clausola statutaria oggetto di modifica prevedeva infatti la presentazione di liste, la numerazione progressiva dei candidati di ciascuna, la suddivisione dei voti di ciascuna lista per il numero progressivo di riferimento di ciascun candidato e l'elezione di quei candidati che avessero ottenuto il numero di quozienti più elevato.

⁽¹⁷⁾ Si faccia il seguente esempio: una società il cui capitale sociale risulta composto di 1.000 azioni convoca l'assemblea per la nomina di un consiglio di amministrazione di quattro membri. Vengono quindi presentate tre liste: la lista A, la lista B e la lista C, portanti ciascuna il nome di quattro candidati ordinati progressivamente. A seguito della votazione risulta che la lista A ha conseguito 800 voti; la lista B e C 100 ciascuna. In tal caso i quattro componenti dell'organo amministrativo coincidono con i quattro candidati della lista A. L'ultimo candidato della lista A è infatti titolare di un numero di quozienti più elevato ($800/4=200$) rispetto al primo candidato delle altre due liste ($100/1=100$).

decisamente dai precedenti giurisprudenziali del Tribunale di Roma e della Corte d'Appello di Brescia, in realtà è opportuno analizzare le posizioni adottate da tali pronunce distinguendo le due parti in cui è possibile suddividere la disposizione di cui all'art. 2437, comma 1, lett. g c.c.

Quanto alla prima parte, infatti, le decisioni sono assolutamente coerenti tra loro, in quanto riconoscono quali modifiche legittimanti il diritto di recesso le sole modifiche *dirette*, ovvero quelle “modifiche immediatamente attinenti a poteri appartenenti al singolo socio in quanto tale”, come confermato dai giudici milanesi. Il punto su cui divergono le tre pronunce è invece quello dell'interpretazione della locuzione “*diritti di partecipazione*” della seconda parte della norma. La decisione dei giudici milanesi infatti accoglie una tesi particolarmente estensiva che rischia di dare adito ad una eccessiva espansione delle situazioni legittimanti il diritto di recesso, posto che tutti i diritti dei soci, che “partecipano” al contratto sociale, finirebbero per rientrare in tale nozione e quindi tutte le relative modificazioni finirebbero per essere causa di recesso *ex art. 2437*, comma primo, lett. g c.c.

Un ultimo profilo che merita di essere evidenziato è il rimedio prescelto dal Tribunale di Milano alla mancata preventiva determinazione del valore delle azioni. Diversamente da quanto concluso dal Tribunale di Roma, secondo il quale i soci avrebbero potuto chiedere la nomina di un esperto per la determinazione del valore e quindi recedere al valore così determinato, il giudice milanese ritiene invece che l'unico rimedio sia quello dell'annullamento della deliberazione⁽¹⁸⁾. Pertanto a fronte di una modificazione statutaria legittimante il diritto di recesso non preceduta dalla predeterminazione del valore delle azioni, a parere del Tribunale di Milano, si deve procedere con la convocazione di una nuova assemblea, alla quale deve seguire una deliberazione di contenuto identico a quella impugnata con l'unica differenza di essere preceduta dalla predeterminazione del valore delle azioni e di essere seguita dall'esercizio del diritto di recesso. L'altra soluzione potrebbe invece essere quella per la società di ripristinare lo *status quo*, rinunciando alla modifica statutaria censurata⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁸⁾ Trib. di Milano, 31 luglio 2015, *supra*, p. 10 del provvedimento e per la diversa soluzione Trib. di Roma, 30 aprile 2014, p. 3 del provvedimento ritenendo anzi tale soluzione preferibile per la tutela degli interessi dei soci stessi.

⁽¹⁹⁾ Soluzione quest'ultima adottata dalla società *de qua* con successiva deliberazione in data 1 febbraio 2016, portante la reintroduzione dell'art. 13 dello statuto sociale nella formulazione previgente alla deliberazione impugnata del 20 giugno 2013.

MASSIME (*)

Società — Di capitali — Società per azioni — Organi sociali — Assemblea dei soci — Deliberazioni — Invalide — Impugnazione — In genere — Clausola statutaria che richiede maggioranze rafforzate in talune materie — Tutela delle minoranze — Modificabilità con maggioranze inferiori — Esclusione — Conseguenze — Annullamento della relativa delibera.

La clausola statutaria di una società per azioni che richieda una maggioranza rafforzata per le delibere aventi ad oggetto gli argomenti concernenti determinate materie è posta a tutela delle minoranze, ed è finalizzata a garantire alle stesse un potere di interdizione allo scopo di conservare i rapporti di forza esistenti all'interno della società. Pertanto, un'interpretazione di tale clausola che ne consenta la modifica con una maggioranza più limitata appare intrinsecamente contraddittoria, alla luce del criterio di buona fede e sulla base del rilievo della comune intenzione delle parti, conducendo all'annullamento della relativa delibera.

Cass. civ., Sez. 1, 14 marzo 2016, n. 4967 — Pres. R. Rordorf — Est. G. De Marzo

* * *

Società — Di capitali — Società per azioni — Bilancio — In genere — Violazione dei precetti di chiarezza e precisione — Illiceità del bilancio e nullità della delibera di approvazione — Condizioni — Impossibilità di desumere dal bilancio e dai suoi allegati l'intera gamma di informazioni richieste dalla legge — Sufficienza.

Il bilancio di esercizio di una società di capitali, che violi i precetti di chiarezza e precisione dettati dall'art. 2423, comma 2, c.c., è illecito, sicché la deliberazione assembleare con cui esso è stato approvato è nulla non soltanto se la violazione determini una divaricazione tra il risultato effettivo dell'esercizio, o la rappresentazione complessiva del valore patrimoniale della società, e quello del quale il bilancio dà invece contezza, ma anche in tutti i casi in cui dal bilancio stesso e dai relativi allegati, ivi compresa la relazione, non sia possibile desumere l'intera gamma delle informazioni che la legge vuole siano fornite per ciascuna delle singole poste iscritte.

Società — Di capitali — Società per azioni — Bilancio — In genere — Diritto all'informazione ex art. 2423 c.c. — Finalità — Adempimento da parte degli amministratori — Modalità — Limiti.

(*) Massime a cura di Isabella Maffezzoni.

Gli amministratori devono soddisfare l'interesse del socio ad una conoscenza concreta dei reali elementi contabili recati dal bilancio al fine di realizzare il diritto di informazione previsto dall'art. 2423 c.c., che è in rapporto di strumentalità con il principio di chiarezza, sicché sono obbligati a rispondere alla domanda d'informazione pertinente e a cui non ostino oggettive esigenze di riservatezza, in modo da dissipare le insufficienze, le incertezze e le carenze di chiarezza in ordine ai dati di bilancio ed alla relativa relazione.

Cass. civ., Sez. 1, 2 marzo 2016, n. 4120 — Pres. A. Nappi — Est. A. Valitutti

* * *

Fideiussione — Estinzione — Liberazione del fideiussore per obbligazione futura — Fideiussione prestata dal socio di una società a responsabilità limitata in favore della stessa società con esonero del creditore dall'osservanza dell'art. 1956 c.c. — Aggravamento del rischio — Informazione in tal senso fornita dal fideiussore alla creditrice — Violazione da parte di quest'ultima degli obblighi di informazione nei confronti del fideiussore — Esclusione — Liberazione del fideiussore — Esclusione.

Il socio che abbia prestato fideiussione per ogni obbligazione futura di una società a responsabilità limitata, esonerando l'istituto bancario creditore dall'osservanza dell'onere impostogli dall'art. 1956 c.c., non può invocare, per ottenere la propria liberazione nonostante la sottoscritta clausola di esonero, la violazione dei principi di correttezza e buona fede da parte del creditore per avere quest'ultimo concesso ulteriore credito alla società benché avvertito dallo stesso fideiussore della sopravvenuta inaffidabilità di quest'ultima a causa della condotta dell'amministratore. In tale situazione, infatti, per un verso, non è ipotizzabile alcun obbligo del creditore di informarsi a sua volta e di rendere edotto il fideiussore, già pienamente informato, delle peggiorate condizioni economiche del debitore e, per altro verso, la qualità di socio del fideiussore consente a quest'ultimo di attivarsi per impedire che continui la negativa gestione della società (mediante la revoca dell'amministratore) o per non aggravare ulteriormente i rischi assunti (mediante l'anticipata revoca della fideiussione).

Cass. civ., Sez. 1, 15 febbraio 2016, n. 2902 — Pres. A. Ceccherini — Est. A. Didone

* * *

Società — Di capitali — Società per azioni — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Delle azioni — In genere — Titoli azionari —

Intestazione fiduciaria — Natura giuridica — Interposizione reale di persona — Configurabilità — Conseguenze.

L'intestazione fiduciaria di titoli azionari (o di quote di partecipazione societaria) integra gli estremi dell'interposizione reale di persona, per effetto della quale l'interposto acquista (a differenza che nel caso di interposizione fittizia o simulata) la titolarità delle azioni o delle quote, pur essendo, in virtù di un rapporto interno con l'interponente di natura obbligatoria, tenuto ad osservare un certo comportamento, convenuto in precedenza con il fiduciante, nonché a ritrasferire i titoli a quest'ultimo ad una scadenza convenuta, ovvero al verificarsi di una situazione che determini il venir meno del rapporto fiduciario.

Cass. civ., Sez. 1, 21 marzo 2016, n. 5507 — Pres. A. Nappi — Est. M. Ferro

* * *

Società — Di persone fisiche — Società semplice — Rapporti con i terzi — Della società — In genere — Omessa presentazione del rendiconto da parte dell'amministratore — Mancata attribuzione degli utili al socio — Danno immediato e diretto subito da quest'ultimo — Responsabilità extracontrattuale dell'amministratore — Configurabilità — Applicabilità in via analogica dell'art. 2395 c.c. — Fondamento.

Nelle società di persone, se l'amministratore non presenta il rendiconto il socio — diversamente da quanto accade nelle società di capitali, ove occorre una delibera assembleare che ne autorizzi la distribuzione — non percepisce gli utili, subendo così, in via diretta ed immediata, un danno che, come tale, può invocare agendo per far valere la responsabilità extracontrattuale dell'organo amministrativo, ai sensi dell'art. 2395 c.c., ivi applicabile analogicamente, atteso che la società personale, ancorché priva di autonoma personalità giuridica, costituisce un centro di imputazione di situazioni giuridiche distinte da quelle dei soci, sicché, anche con riguardo ad essa, è configurabile una responsabilità degli amministratori nei confronti dei singoli soci, oltre che verso la società, alla stregua di quanto previsto in materia di società per azioni.

Cass. civ., Sez. 1, 25 gennaio 2016, n. 1261 — Pres. RM. Di Virgilio — Est. RM. Di Virgilio

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

MASSIME (*)

CONCORDATO PREVENTIVO — *Domanda “con riserva” — Termine per l’integrazione — Natura perentoria — Inosservanza — Inammissibilità della domanda.*

Il termine concesso dal Giudice al debitore per la presentazione della proposta, del piano e dei documenti relativi alla domanda di concordato c.d. “con riserva” o “in bianco” ha natura perentoria ed è prorogabile solo in presenza di giustificati motivi che devono essere allegati dal richiedente e valutati dal Giudice; trattandosi inoltre di termine decadenziale, alla sua mancata osservanza si ricollega la sanzione di inammissibilità della domanda.

Corte di Cassazione, 31 marzo 2016 n. 6277

* * *

CONCORDATO PREVENTIVO — *Divieto di azioni esecutive o cautelari (“Automatic Stay”) — Decorrenza — Iscrizione Registro Imprese — Procedure espropriative presso terzi — Applicabilità.*

Il divieto per il creditore di iniziare o proseguire azioni esecutive cautelari sul patrimonio del debitore — c.d. “automatic stay” — disposto dagli artt. 161 V comma e 168 LF ha inizio con la pubblicazione della domanda di concordato preventivo nel Registro delle Imprese e poiché, a differenza di quanto disposto dall’art. 51 LF, non prevede deroghe lo stesso deve ritenersi applicabile anche alle procedure espropriative presso terzi.

Tribunale di Cassino, 7 marzo 2016

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

* * *

FALLIMENTO — *Opposizione allo Stato Passivo — Termine per notifica al Curatore- Natura ordinatoria.*

Il termine per provvedere alla notifica al Curatore del ricorso proposto in opposizione allo Stato Passivo con il decreto di fissazione di udienza avanti il Giudice Delegato deve ritenersi di natura ordinatoria, essendo oltretutto venuta meno, dopo la riforma del 2006, l'esigenza di sincronizzare i tempi di esame delle varie opposizione per poterle decidere con un'unica sentenza, esigenza che in precedenza giustificava il carattere perentorio attribuito a tale termine da Giurisprudenza ante riforma.

Corte di Cassazione, 27 novembre 2015 n. 24322

* * *

FALLIMENTO — *Domanda di insinuazione al passivo — Termine perentorio — Sospensione feriale — Applicabilità.*

Il termine perentorio per la presentazione delle domande di insinuazione al passivo fallimentare, previsto dagli artt. 16 primo comma n. 5 e 93 primo comma LF, è soggetto alla sospensione feriale in quanto termine di carattere processuale.

Corte di Cassazione, 7 marzo 2016 n. 4408

* * *

FALLIMENTO — *Opposizione allo Stato passivo — Giudice Delegato membro del Collegio giudicante — Mancata ricusazione — Deduzione di nullità del decreto — Inammissibilità.*

La nullità del decreto che decida sull'opposizione avverso il decreto che rende esecutivo lo stato passivo dovuta a vizio di costituzione del giudice, in quanto emesso da un Collegio di cui abbia fatto parte anche il Giudice Delegato autore del decreto impugnato, in forza della nuova disciplina di cui all'art. 99 LF non può essere dedotta ex art. 158 c.p.c. dalla parte che non abbia adempiuto all'onere di ricusazione, trattandosi di un particolare caso di applicazione dell'art. 51 n. 4 c.p.c.

Corte di Cassazione, 4 dicembre 2015 n. 24718

* * *

FALLIMENTO — *Procedimento di verificaione — Esclusione per i creditori titolari di un diritto di ipoteca su immobili del fallito posti a garanzia di debitori diversi.*

In tema di garanzie costituite dal terzo, imprenditore dichiarato fallito dopo la costituzione della garanzia a vantaggio del creditore non proprio, anche dopo la novella del II comma dell'art. 52 legge fall., introdotta dal d.lgs. n. 5 del 2006, i creditori titolari di un diritto di ipoteca sui beni immobili compresi nel fallimento, costituiti in garanzia dei crediti vantati verso debitori diversi dal fallito, non possono avvalersi del procedimento di verificaione dello stato passivo, di cui al capo V della legge fallimentare, in quanto il terzo non è creditore diretto del fallito e l'accertamento dei suoi diritti non può essere sottoposto alle regole del concorso, senza che sia instaurato il contraddittorio con la parte che si assume essere sua debitrice, dovendosi essi avvalere, per la realizzazione dei loro diritti in sede esecutiva, delle modalità di cui agli artt. 602-604 c.p.c. in tema di espropriazione contro il terzo proprietario.

Corte di Cassazione, 9 febbraio 2016 n. 2540

* * *

FALLIMENTO — *Azione revocatoria ex art. 67, comma 1 n. 2 — Operazioni anomale — Esclusione.*

Al di là dunque della natura solitamente “normale” di operazioni quali cessioni di credito, anticipi, sconti su fatture, etc. nell'ambito di rapporti bancari (rimanendo a carico dell'attore in revocatoria l'onere di dimostrarne la natura, in concreto, anomala), le anticipazioni non hanno avuto comunque natura solutoria, qualora non siano servite ad estinguere debiti precedenti della banca scaduti ed esigibili, ma, al contrario, a creare nuova provvista.

A nulla rileva il dato letterale del “contratto quadro” laddove si stabilisce che le cessioni di crediti avrebbero garantito anche l'esposizione precedente della società, attesi i contestuali addebiti e, dunque, la natura bilanciata, non solutoria, ed in definitiva non anomala delle operazioni suddette.

Tribunale di Vercelli, 18 febbraio 2016 n. 22

* * *

FALLIMENTO — *Ammissione al passivo — Fallimento dichiarato in seguito alla presentazione di domanda di concordato preventivo — Colloca-*

zione in prededuzione dei crediti del professionista — Funzionalità dell'attività.

In ipotesi di fallimento successivo alla domanda di concordato, ai fini della collocazione in prededuzione dei crediti derivanti dalle attività di assistenza e di consulenza connesse alla presentazione di domanda di concordato, la funzionalità delle stesse va valutata in relazione alla procedura concorsuale in vista della quale esse sono svolte. Infatti, in riferimento ai crediti del professionista relativi alla attività di consulenza e di assistenza connesse alla presentazione della domanda di concordato ed a sue successive integrazioni, non si vede come possa escludersi la funzionalità (ovvero la strumentalità) di tali prestazioni una volta che l'impresa sia stata ammessa al concordato.

Corte di Cassazione, 4 novembre 2015 n. 22450

* * *

FALLIMENTO — Ammissione al passivo — Fallimento dichiarato in seguito alla presentazione di domanda di concordato preventivo — Collocazione in prededuzione dei crediti del professionista — Non necessità dell'utilità dell'attività svolta per la massa.

In ipotesi di fallimento successivo alla domanda di concordato, ai fini della collocazione in prededuzione dei crediti derivanti dalle attività di assistenza e di consulenza connesse alla presentazione di domanda di concordato, l'art. 111 l. fall. non richiede che debba essere dimostrata l'utilità concreta delle stesse per la massa e, per di più, con riguardo alla procedura di fallimento. Da un lato, infatti, va rilevato che non spetta più al giudice la valutazione della convenienza della proposta; dall'altro va rimarcato che, ove detta utilità dovesse essere verificata *ex post*, ovvero tenendo conto dei risultati raggiunti, la norma risulterebbe priva di senso, in quanto non potrebbe mai trovare applicazione nel fallimento consecutivo.

Corte di Cassazione, 4 novembre 2015 n. 22450

* * *

COMPOSIZIONE DELLA CRISI DI SOVRAINDEBITAMENTO L. 27/1/2012 N. 3 — Piano del consumatore — Nozione di consumatore esercente l'attività di professionista e d'imprenditore — Natura dei debiti contratti.

Ai sensi della Legge 27 gennaio 2012 n. 3, la nozione di consumatore che può accedere al piano, come modalità di ristrutturazione del passivo e per le

altre prerogative ivi previste, non concerne in sé e pe sé ad una persona priva, dal lato attivo, di relazioni d'impresa o professionali, invero compatibili se pregresse ovvero attuali, purchè non abbiano dato vita ad obbligazioni residue, potendo il soggetto anche svolgere l'attività di professionista o imprenditore. L'articolo 6 comma 2, lettera b), concerne una specifica qualità della sua insolvenza finale, in essa cioè non potendo comparire obbligazioni assunte per gli scopi di cui alle predette attività ovvero comunque esse non dovendo più risultare attuali, essendo consumatore solo il debitore che, persona fisica, risulti aver contratto obbligazioni — non soddisfatte al momento della proposta di piano — per far fronte ad esigenze personali o familiari o della più ampia sfera attinente agli impegni derivanti dall'estrinsecazione della propria personalità sociale, dunque anche a favori di terzi, ma senza riflessi diretti in un'attività d'impresa o professionale propria.

Corte di Cassazione, 1 febbraio 2016 n. 1869

* * *

COMPOSIZIONE DELLA CRISI DI SOVRAINDEBITAMENTO L. 27/1/2012 N. 3 — *Piano del consumatore — Nozione di consumatore esercente l'attività di professionista e d'imprenditore — Natura dei debiti contratti.*

Il piano del consumatore, come procedura di ristrutturazione del debito previsto dalla Legge 27 gennaio 2012 n. 3, potendo prescindere dall'approvazione dei debitori o comunque dalla conta dei consensi, impone nel suo presupposto personalistico una rintracciabilità delle cause dell'insolvenza non risalenti ad attività economica organizzata (d'impresa o non) che ne permetta un sicuro ancoramento tipologico alla figura del debitore compromesso in atti di rischio non speculativo o comunque propria dell'intermediazione organizzativa, secondo un profilo conformato ad una dimensione di non eccedenza del diverso e minor rischio contratto esclusivamente nel modello operativo del consumo.

Corte di Cassazione, 1 febbraio 2016 n. 1869

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Crisi di liquidità e reati fiscali — Reato di cui all'art. 10 ter D.Lgs. n. 74/2000 — Concordato preventivo — Previsione di pagamento parziale del credito IVA — Ammissibilità a condizione che non comporti un introito inferiore a quello che si otterrebbe in sede fallimentare

L'art. 4 par. 3 TUE nonché gli artt. 2, 250 paragrafo 1 e 273 della direttiva 2006/112/CE del 28 novembre 2006 non ostano ad una normativa nazionale interpretata nel senso che un imprenditore in stato di insolvenza può presentare a un giudice una domanda di apertura di una procedura di concordato preventivo con la quale proponga di pagare solo parzialmente un debito IVA attestando, sulla base dell'accertamento di un esperto indipendente, che tale debito non riceverebbe un trattamento migliore in caso di proprio fallimento.

(Corte di Giustizia Europa - Sez. II - Sent. 7 aprile 2016 nella causa C-546/14 a seguito di rinvio pregiudiziale del Tribunale di Udine, in Cassazione.net online).

* * *

Crisi di liquidità e reati fiscali — Reato di cui all'art. 10-ter D.Lgs. 74/2000 — Concordato preventivo — Dilazione di pagamento oltre la scadenza prevista dalla norma penale — Ammissibilità a condizione che non comporti un pagamento parziale

L'instaurazione di una procedura di concordato preventivo prima della scadenza per il versamento dell'imposta prevista dall'art. 10 ter D.L.vo n. 74/2000 comporta una dilazione che di per sé non integra il reato da questa disposizione previsto, ma neppure attribuisce una patente di legittimità ad una eventuale condotta delittuosa.

In particolare il giudice penale dovrà verificare l'incidenza della dilazione sul debito scaduto e cioè che il capitale non subisca falcidie mercé la previsione di congrui interessi.

(Cass. Pen. Sez. III n. 15853 del 12 marzo 2015 dep. 16 aprile 2015, Pres. Teresi - www.iusexplorer.it).

* * *

Crisi di liquidità e reati fiscali — Reato di cui all'art. 10 bis D.Lgs. n. 74/2000 — Inesigibilità — Condizioni

Pur constando la componente oggettiva del reato, l'accertamento della componente soggettiva del reato non può limitarsi ad un riferimento decontestualizzato dalla volontarietà dell'azione o della omissione posta in essere, perché i principi costituzionali di colpevolezza (art. 27 c. 1 Cost.), di ragionevolezza (art. 3 Cost.) e di dignità dell'uomo (art. 2), impongono la verifica dell'esigibilità in concreto della condotta prescritta, verifica che dovrà fondarsi sul rigoroso riscontro di dati e elementi di fatto tali da far apparire la condotta dell'imputato umanamente non rimproverabile.

(Tribunale di Milano Sez. III penale, Sent. 15 dicembre 2015 dep. 18 febbraio 2016 n. 13701 2015 - Giudice monocratico Dott. I. Mannucci Pacini, in *Dir. Pen. Contemporaneo online* 21 marzo 2016).

Omesso versamento IVA e crisi di liquidità, inesigibilità e procedure concorsuali (di GIANMARIA CHIARAVIGLIO)

I — La materia penal-tributaria presenta aspetti che vieppiù la fanno apparire come una sorta di fiume lavello in ebollizione che può volgersi in direzioni imprevedibili tutto travolgendo ed abbattendo. Basterà pensare all'elevato tasso di incertezza che pervade le molteplici soluzioni offerte ai problemi della confisca obbligatoria e “di valore” del profitto dei reati di evasione o di mancato versamento di cui al D.Lgs. 74/2000 ⁽¹⁾.

Anche perciò merita attenzione la pronuncia della Corte di Giustizia Europea qui in commento, che fornisce una indicazione equilibrata e condivisibile ad un tema irto di difficoltà. Per apprezzarla conviene richiamare alla memoria i dati che entrano in gioco e cioè, innanzi tutto, l'obbligo, penalmente sanzionato di versare “entro il termine per il versamento dell'acconto relativo al periodo di imposta successivo” l'IVA dovuta in base alla dichiarazione annuale, sempreché l'ammontare del dovuto sia superiore a duecentocinquanta euro ⁽²⁾: in pratica chi non ha versato l'IVA che avrebbe dovuto versare in base alle liquidazioni periodiche dell'imposta da effettuarsi nel corso dell'esercizio, ovvero non l'ha versata per intero, potrà farlo entro il 27

⁽¹⁾ Al riguardo vds. C. E. PALIERO - F. MUCCIARELLI, *Le Sezioni Unite e il profitto confiscabile, forzature semantiche e distorsioni ermeneutiche*, in *Dir. Pen. Contemporaneo* 20 aprile 2015; nonché da ultimo M. ROMANO, *Confisca, responsabilità degli enti, reati tributari*, in *Riv. It. Dir. e Proc. Pen.* 2016, pag. 1674.

⁽²⁾ Soglia elevata a questo ammontare con il recente D.Lgs. n. 158/2015.

dicembre (questo è attualmente il termine per il versamento dell'acconto relativo al periodo di imposta successivo) dell'anno seguente a quello cui si riferisce la dichiarazione annuale (che è poi il medesimo anno in cui quest'ultima viene redatta).

La dichiarazione annuale nella logica dell'incriminazione non sembra prospettarsi come elemento dotato di un qualche tasso di intrinseco disvalore: semplicemente indica il dovuto e dunque offre il dato di raffronto attraverso cui determinare per differenza (da parte dell'Ufficio) l'eventuale non versato. Si deve però fin d'ora tenere presente che la giurisprudenza qualifica ⁽³⁾ il reato di che trattasi come fattispecie a condotta mista: attiva per la parte consistente nella redazione della dichiarazione annuale, omissiva per la parte consistente nel mancato versamento entro il termine stabilito e, come sopra ricordato, del dovuto ovvero del residuo dovuto.

Come si vedrà l'asserita natura "mista" delle fattispecie può essere fonte di interrogativi di non poco momento allorquando, come spesso accade nella conduzione della gestione di un ente esercente un'impresa commerciale, il legale rappresentante che ha sottoscritto la dichiarazione annuale è diverso da quello in carica il successivo 27 dicembre e cioè allo scadere del termine per versare l'IVA non corrisposta alle scadenze "fisiologiche" e cioè nel momento in cui l'eventuale reato omissivo potrà dirsi consumato. A ben vedere questa tematica, che è stata affrontata *ex professo*, come si vedrà, in relazione a casi in cui alla scadenza del termine del 27 dicembre, la legale rappresentanza risultava non semplicemente in capo a soggetto diverso dal presentatore della dichiarazione annuale, ma quest'ultimo aveva anche proposto istanza per l'ammissione a procedura concorsuale, appartiene al più vasto ambito delle problematiche inerenti ai rapporti tra la prescrizione in esame e il ricorso ad uno degli strumenti per affrontare la crisi previsti dalla Legge Fallimentare.

In effetti il dovere penalmente sanzionato all'art. 10 *ter* D.Lgs. n. 74/2000 coinvolge ed interferisce, nel caso in cui il soggetto tenuto ad assolvere l'obbligo tributario sia in crisi — di gravità più o meno accentuata fino a raggiungere il livello dell'insolvenza — con una serie di regole e principi che entrano in campo al verificarsi di quelle situazioni. Qui di seguito verranno richiamati i casi più frequentemente ricorrenti in uno con le soluzioni dei nodi problematici di ognuno di questi, offerte dalla giurisprudenza.

Innanzitutto muovendo dalla esigenza di ben delimitare il perimetro di quella "impossibilità ad adempiere" alle obbligazioni tributarie e cioè al versamento del saldo debitore dell'imposta sul valore aggiunto maturata nell'esercizio conseguente a difficoltà finanziarie, in presenza della quale pronunce vieppiù numerose mandano l'obbligato assolto dall'addebito di aver violato l'art. 10-*ter*, di regola con la formula "perché il fatto non costituisce reato".

⁽³⁾ Così Cass. Pen. Sez. III 2 luglio 2014 n. 53158, nonché Sez. III 22 gennaio 2014 n. 12248.

L'opinione largamente prevalente presso i giudici di legittimità è che siffatta "impossibilità ad adempiere" assurga a ruolo di dirimente, valga cioè ad eliminare la punibilità della condotta, quando si atteggi sub specie di "forza maggiore" (art. 45 c.p.).

Su questa scriminante la stessa Suprema Corte si è intrattenuta a lungo in una recente pronuncia ⁽⁴⁾ per richiamarne i contenuti quali delineati dalla propria giurisprudenza: "La forza maggiore esclude la «suitas» della condotta. Secondo l'impostazione tradizionale è la «vis cui resisti non potest», a causa della quale l'uomo «non agit sed agitur» (Sez. I n. 900 del 26.10.1965, Sacca, RV 100042; Sez. II n. 3205 del 20.12.1972, Pilla, RV 123904; Sez. IV n. 8826 del 21.04.1980, Ruggeri, RIV 145855). Per questa ragione, secondo la costante giurisprudenza di questa Corte, la forza maggiore rileva quale causa esclusiva dell'evento, mai quale causa concorrente di esso (Sez. IV n. 1492 del 23.11.1982, Chessa, RV 157495; Sez. IV n. 1966 del 6.12.1966, Incerti, RV 104018; Sez. IV n. 2138 del 5.12.1980, Biagini, RV 148018); essa sussiste solo ed in tutti quei casi in cui la realizzazione dell'evento stesso o la consumazione della condotta antigiuridica è dovuta all'assoluta ed incolpevole impossibilità dell'agente di uniformarsi al comando, mai quando egli si trovi già in condizioni di illegittimità (Sez. IV n. 8089 del 13.05.1982, Galasso, RV 155131; Sez. V n. 5313 del 26.3.1979, Geysler, Riv. 142213; Sez. IV n. 1621 del 19.1.1981, Sodano, RV 147858; Sez. IV n. 284 del 18.02.1964, Acchiardi, RV 099191).

Poiché la forza maggiore postula la individuazione di un fatto imponderabile, impreveduto ed imprevedibile che esula del tutto dalla condotta dell'agente, sì da rendere ineluttabile il verificarsi dell'evento, non potendo ricollegarsi in alcun modo ad un'azione od omissione cosciente e volontaria dell'agente, questa Suprema Corte ha sempre escluso, quando la specifica questione è stata posta, che le difficoltà economiche in cui versa il soggetto agente possano integrare la forza maggiore penalmente rilevante (Sez. III n. 4529 del 4.12.2007, Cairone, RV 238986; Sez. I, n. 18402 del 5.4.2013, Giro, RV 255880; Sez. III n. 24410 del 5.4.2011, Bolognini, RV 250805; Sez. III n. 9041 del 18.9.1997, Chiappa, RV 209232; Sez. III n. 643 del 22.10.1984, Bottura, RV 167495; Sez. III n. 7779 del 7.5.1984, Anderi, Riv. 165822).

Costituisce corollario di queste affermazioni il fatto che nei reati omissivi integra la causa di forza maggiore l'assoluta impossibilità, non la semplice difficoltà di porre in essere il comportamento omesso (Sez. VI n. 10116 del 23.3.1990, Iannone, Rv 184856)".

Si noterà come la configurabilità della scriminante sembrerebbe strettamente connessa alla concezione dell'omesso versamento IVA come reato istantaneo, nel quale la illiceità dell'omissione si concentra tutta nell'inutile spirare del termine finale per adempiere ⁽⁵⁾: la circostanza che a tale scadenza

⁽⁴⁾ Sentenza Cass. n. 43599/2015 del 9 settembre 2015 dep. il 29 ottobre 2015 Sez. III Penale.

⁽⁵⁾ Per le conseguenze in caso di successione nelle cariche con subentro in prossimità del termine del 27.12, vds. di recente Cass. Sez. III 24 febbraio 2016 dep. 11 aprile 2016 n. 14744.

le disponibilità per provvedere al versamento non vi siano, di per sé non discrimina affatto — si afferma —, mentre sono del tutto irrilevanti le eventuali ragioni giustificatrici dell'inadempimento verificatesi in concomitanza delle fisiologiche liquidazioni periodiche dal momento che quegli inadempimenti sono irrilevanti perché del tutto estranei alla struttura della fattispecie penale.

Si afferma allora che *“non può essere invocata, per escludere la colpevolezza, la crisi di liquidità del soggetto al momento della scadenza del termine lungo”*, ma *“occorre la prova che non sia stato altrimenti possibile per il contribuente reperire le risorse economiche e finanziarie necessarie a consentirgli il corretto e puntuale adempimento delle obbligazioni tributarie, pur avendo posto in essere tutte le possibili azioni, anche sfavorevoli per il suo patrimonio personale, dirette a consentirgli di recuperare, in presenza di un'improvvisa crisi di liquidità, quelle somme necessarie ad assolvere il debito erariale, senza esserci riuscito per cause indipendenti dalla sua volontà e a lui non imputabili”* ⁽⁶⁾.

In verità, a parte la fiabesca immagine dell'imprenditore che a corto di liquidità, mette mani al portafoglio personale per onorare un debito tributario anche quando ricorrono valide ragioni per ritenere, come si dirà innanzi, ed è stato riconosciuto dalla stessa Suprema Corte, che sia legittimo o addirittura doveroso non farlo, questo tipo di concezione è frutto di un approccio al meccanismo dell'imposta sul valore aggiunto che, reiterato malgrado le ricorrenti critiche, lascia alquanto perplessi.

Si allude alla visione, avallata dalle Sezioni Unite ⁽⁷⁾ della Corte di Cassazione puntualmente richiamate a sostegno delle sue rinnovate rappresentazioni, secondo cui *“il debito verso il fisco relativo ai versamenti IVA è collegato al compimento delle operazioni imponibili. Sicché ogni qualvolta il soggetto d'imposta effettua tali operazioni, riscuote già (dall'acquirente del bene o del servizio) l'IVA dovuta e deve quindi tenerla accantonata per l'Erario, organizzando le risorse disponibili in modo da poter, alla scadenza, assolvere alla obbligazione tributaria”* ⁽⁸⁾.

Ciò che colpisce è la manifesta indifferenza riguardo al meccanismo normativo che regola l'imposta sul valore aggiunto per il quale il soggetto d'imposta è il cedente che ha un mero diritto di rivalsa nei confronti del cessionario e cioè il convincimento tanto infondato quanto pervicacemente radicato, che *“colui che compie l'operazione”* incassi previamente l'IVA che è tenuto a versare. Così non è affatto ⁽⁹⁾, come noto: l'IVA esposta nella fattura

⁽⁶⁾ Così Sent. Cass. Sez. III 9 ottobre 2013 n. 5905/2014; Sez. III 8 gennaio 2014 n. 15416; Sez. III 5 dicembre 2013 n. 5467/2014.

⁽⁷⁾ Così Sezioni Unite n. 37424 del 28 marzo 2013, in *Cass. Pen.* 2014, 28.

⁽⁸⁾ Così Cass. Sez. III n. 3098 del 5 novembre 2015 dep. 25 gennaio 2016 da ultimo con formulazione che riproduce testualmente quella della Sentenza 37424/2013 delle S.U..

⁽⁹⁾ Solo per comodità di riferimento si richiama l'art. 6 del D.P.R. 26 ottobre 1972 n. 633 (la c.d. Legge IVA) il quale statuisce — comma 1 — che il debito IVA sorge, in relazione alla cessione di beni mobili, *“nel momento della consegna e spedizione”* (e solo le prestazioni di

viene incassata da chi la fattura emette nel momento in cui riceve il pagamento e cioè quando (e se) la fattura verrà pagata; insomma, l'incasso è connotato da un grado di incertezza tanto più elevato quanto più difficile è la situazione economica del settore e/o generale; ed è notorio come questi non siano stati per nulla floridi in tempi recenti ed anche attualmente non possano dirsi felici. A fronte di queste incertezze stanno obblighi di versamento che maturano alle scadenze inderogabili, mensili (il giorno 16 del mese immediatamente successivo) o trimestrali (del secondo mese successivo), della liquidazione periodica, allorquando cioè il cedente il bene o servizio dovrà calcolare il saldo tra l'IVA sulla fattura emessa (anche se non ancora riscossa) e quella sulla fattura pagata (quindi realmente corrisposta) e versare all'Era-rio l'eventuale differenza a favore dell'IVA a debito sulle fatture emesse anche se non ancora incassate.

È ben vero che in epoca recente ⁽¹⁰⁾ è stata generalizzata la facoltà di procedere al computo dell'IVA a debito per cassa e cioè dopo che è stata effettivamente percepita, facoltà originariamente riservata agli esercenti le libere professioni, ma le pronunce che postulano la possibilità di accantonare l'IVA ⁽¹¹⁾ da versare non si curano minimamente di verificare se tale possibilità sussiste nel caso concreto sub iudice e sembrano dare per scontato che il “*previo incasso*” da parte di chi la deve periodicamente versare, sia una sorta di tipica modalità che connota il meccanismo di pagamento del tributo.

II — In buona sostanza la “*regola di diritto*” enunciata e regolarmente richiamata dal supremo giudice di legittimità si articola in cadenze di per sé ineccepibili sul piano della logica formale ed insieme all'apparenza convincenti su quello dell'equità intesa come corrispondenza a canoni di “*giustizia*” sostanziale, quando afferma in sintesi che il contribuente non può accampare come scusante la impossibilità di adempiere alle scadenze previste dalla norma penale per mancanza delle risorse necessarie per farlo, dato che quelle risorse le avrebbe in precedenza acquisite mercé i pagamenti ricevuti, ma ne ha disposto altrimenti, se pur per fini di per sé del tutto leciti, invece di “*accantonarli*” per provvedervi alle scadenze periodiche o quantomeno a quella “*finale*” del 27 dicembre dell'anno successivo.

Così che la sopravvenuta impossibilità ad adempiere non potrà — salvo casi davvero eccezionali — costituire “*forza maggiore*” che per definizione è

servizi — comma 3 — si considerano effettuate all'atto del pagamento del corrispettivo) specificando poi — comma 4 — che “*se anteriormente al verificarsi degli eventi indicati nei precedenti commi o indipendentemente da essi sia emessa fattura o sia pagato in tutto o in parte il corrispettivo, l'operazione si considera effettuata, limitatamente all'importo fatturato o pagato alla data della fattura o a quella del pagamento ...*”.

⁽¹⁰⁾ L'art. 32-bis del D.L. 22 giugno 2012 n. 83 convertito con modificazioni nella legge 7 agosto 2012 n. 134 ha previsto peraltro a ben precise condizioni (vds. D.M. 11 ottobre 2012 e Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate 21 novembre 2012), la possibilità di liquidare l'IVA secondo la contabilità di cassa.

⁽¹¹⁾ Di recente, oltre alla già citata Sez. III n. 3098/2016, anche la Sentenza Sez. III 43599/2015 del pari sopra richiamata.

“*vis cui resisti non potest*”, quando all’origine dell’impossibilità di fare quanto prescritto sta un volontario atto di disposizione ⁽¹²⁾.

Senonché, come detto, a monte di queste di per sé ben articolate argomentazioni, sembra stare un rimarchevole equivoco incentrato, su di una asserita peculiare possibilità di un “*previo accantonamento*”, in realtà inesistente.

Peraltro a questa presa di posizione delle SS.UU. non va, a mio avviso, attribuito eccessivo peso. Innanzi tutto perché sembra quasi frutto di una forse incauta generalizzazione che ha portato ad estendere alla materia afferente l’IVA fenomenologie che invece sono tipiche del reato di omissione di versamenti delle ritenute d’acconto dalla cui “*costola*” il reato di omesso versamento IVA è storicamente derivato, al punto che il legislatore non si era dato neppure la briga di descriverne autonomamente la condotta tipica limitandosi a richiamare quella delineata in relazione alle ritenute. Sovrapposizione tra fattispecie che si è verificata anche in occasione alla remissione alle Sezioni Unite delle controversie giurisprudenziali alla base della Sentenza n. 37424/2013 ⁽¹³⁾, che concernevano esclusivamente l’omesso versamento di ritenute, reato introdotto due anni prima di quello di omesso versamento dell’IVA ⁽¹⁴⁾.

Ebbene, riguardo alle ritenute effettivamente può immaginarsi che il contribuente sia in grado di “*accantonarle*”; la ritenuta fa parte di un corrispettivo che egli deve pagare: sicché pagare il creditore e non disporre a favore del fisco accantonando la parte di prezzo corrispondente alle ritenute per versarlo alle scadenze stabilite (e cioè entro il giorno 16 del mese successivo), ben può esser letto e quindi contestato, se accompagnato dalla consapevolezza, anche solo in termini di dolo eventuale che a quella scadenza non saranno disponibili altre risorse, come manifestazione incontrovertibile della volontà di omettere l’adempimento dell’obbligo tributario ⁽¹⁵⁾.

Ma la portata dell’affermazione circa l’obbligo di accantonamento IVA ripresa poi dalla giurisprudenza successiva come una sorta di vera e propria regola di diritto non può essere considerata decisiva soprattutto perché è la medesima Sentenza delle Sezioni Unite a segnalare, se pur con riferimento ai nodi di diritto intertemporale chiamata a sciogliere, come tra inadempimento

⁽¹²⁾ È notazione comune che l’esimente di cui all’art. 45 c.p. pur avendo carattere obiettivo, si riverbera anche sulla componente soggettiva dell’illecito, eliminando il dolo: richiami al riguardo sono reperibili in Cass. Sez. Feriale n. 40394/2014 che cita Sezione I 18402/2013: come si vedrà, questi riflessi sul piano soggettivo sono stati posti al centro di una recente decisione del Tribunale di Milano di cui si dirà oltre nel testo.

⁽¹³⁾ Come noto la Sentenza 37424/2013 delle SS.UU. ebbe per oggetto questioni di diritto intertemporale inerenti all’entrata in vigore sia dell’art. 10 *bis* che dell’art. 10-*ter* del D.Lgs. n. 74/2000.

⁽¹⁴⁾ L’art. 10-*bis* del D.Lgs. n. 74/2000 è stato introdotto con l’art. 1 comma 414 della legge 30.12.2004 n. 211; mentre l’art. 10-*ter* del medesimo D.Lgs. è stato introdotto con l’art. 35 c. 7 del D.L. 4.7.2006 n. 223 convertito con modificazioni nella legge 4 agosto 2006 n. 248.

⁽¹⁵⁾ Come rilevato dalla Sentenza della Sez. III n. 10120 dell’1 ottobre 2010 dep. nel 2011 concernente l’art. 10 *bis* che le Sezioni Unite, nella Sentenza 37424/2013 richiamano (paragrafo 6).

al debito IVA alle scadenze fisiologiche e omissione che concreta il reato di cui all'art. 10 *ter* vi sia una crisi, affermando che non è possibile invocare la mancanza di liquidità alla scadenza “lunga” del 27 dicembre per escludere la colpevolezza “*ove non si dimostri che la stessa*” — cioè la crisi di liquidità alla data del 27 dicembre — “*non dipenda dalla scelta (protrattasi fino a detta scadenza) di non far debitamente fronte*” alla esigenza di effettuare i pagamenti.

Con ciò ammettendo che possono verificarsi casi di omissione di versamento oggettivamente sovrapponibile a quelli indicati nelle fattispecie di cui all'art. 10 *ter* D.Lgs. 74/2000, ma incolpevoli e dunque non punibili qualora consti che essa non dipenda dagli originari inadempimenti.

In concreto tutto ciò si traduce in regola di giudizio chiara nell'enunciato ma irreparabilmente ambigua nella sostanza: la crisi di liquidità alla scadenza lunga non basta di per sé a discriminare ma neppure è sufficiente e ad affermare le responsabilità del contribuente per il reato di cui all'art. 10-*ter* D.Lgs. 74/2000 considerando che la volontarietà di una omissione può essere esclusa non solo da una impossibilità materiale di adempiere inquadabile secondo i canoni della forza maggiore, ma anche in virtù di altra esimente.

III — Questa regola sembra per altro recepita in misura assai differenziata nelle successive pronunce della Suprema Corte; così in alcune decisioni si è ritenuto di annullare con rinvio sentenze di condanna che non avevano approfondito le ragioni dell'imputato che aveva asserito di aver destinato le risorse che avrebbero consentito di assolvere i debiti IVA ad altri scopi funzionali alle sopravvenienze dell'azienda, in base all'assunto che l'unica scriminante ammissibile fosse invece quella della forza maggiore, qui esclusa stando appunto alle “*giustificazioni*” addotte dallo stesso imputato ⁽¹⁶⁾; sottolineando in particolare che “*la valutazione del giudice di merito deve investire le peculiarità della condotta omissiva tipizzata (omesso pagamento del debito IVA nei termini previsti dalla legge), condotta omissiva avente natura dolosa; per cui è proprio l'esistenza concreta della possibilità di adempiere il pagamento che costituisce indefettibile presupposto della sussistenza della volontà in capo al soggetto obbligato di non effettuare nei termini il versamento dovuto*” ⁽¹⁷⁾.

In altre occasioni la Suprema Corte si è orientata invece ad escludere l'ammissibilità di scusanti diverse dalla forza maggiore; merita di essere esaminata una pronuncia ⁽¹⁸⁾ relativa ad un caso che presenta particolarità quasi paradigmatiche data la frequenza con cui può presentarsi nella realtà operativa. La fattispecie concreta era infatti caratterizzata dalla circostanza che il soggetto — legale rappresentante della società contribuente — che avrebbe dovuto procedere al pagamento dell'IVA alla scadenza “lunga”, cioè

⁽¹⁶⁾ Così Cass. Pen. Sez. Feriale n. 40394/2014.

⁽¹⁷⁾ Così Cass. Pen. Sez. III n. 40352/2015.

⁽¹⁸⁾ Già in precedenza richiamata, vds. nota 6 e testo in corrispondenza.

nel termine del 27 dicembre, era subentrato nella carica a quello che aveva ommesso, nell'esercizio precedente, il versamento dell'IVA dovuta alle scadenze periodiche; l'imputato si era difeso affermando a) che la crisi di liquidità preesisteva all'assunzione della carica da parte sua; b) che il debitore principale della società contribuente, il cui inadempimento aveva provocato la crisi di liquidità, era la controllante e quindi di aver confidato che quest'ultima avrebbe onorato i reiterati impegni a corrispondere quantomeno le occorrenze per pagare l'IVA; c) che *“questa situazione lo aveva spinto a preferire il pagamento delle retribuzioni ai lavoratori piuttosto che al Fisco e a non chiedere il fallimento della società”* ⁽¹⁹⁾.

Di fronte a questo quadro la Suprema Corte, richiamata la nozione di forza maggiore ex art. 45 c.p. come delineata dai propri precedenti in materia, così concludeva ⁽²⁰⁾: *“Ne consegue che: a) il margine di scelta esclude sempre la forza maggiore perché non esclude la “suitas” della condotta; b) la mancanza di provvista necessaria all'adempimento dell'obbligazione tributaria penalmente rilevante non può pertanto essere addotta a sostegno della forza maggiore quando sia comunque frutto di una scelta politica / imprenditoriale volta a fronteggiare una crisi di liquidità; c) non si può invocare la forza maggiore quando l'inadempimento penalmente sanzionato sia stato concausato dai mancati accantonamenti e dal mancato pagamento alle singole scadenze mensili e dunque da una situazione di illegittimità; d) l'inadempimento tributario penalmente rilevante può essere attribuito a forza maggiore solo quando derivi da fatti non imputabili all'imprenditore che non ha potuto tempestivamente porvi rimedio per cause indipendenti dalla sua volontà e che sfuggono al suo dominio finalistico.*

Alla luce delle considerazioni che precedono appare in tutta la sua inconsistenza la tesi difensiva” fondata, come si è visto, su una serie di circostanze, non ultima l'estrema difficoltà di effettuare i pagamenti e quindi, in sostanza, il fatto che la società contribuente versasse in una situazione di grave crisi se non di insolvenza che l'avevano indotta a riservare le risorse al pagamento dei dipendenti (i crediti di lavoro dipendente, si ricorderà, occupano il primo grado dell'ordine dei privilegi); opzione questa che, lungi dal discriminare, doveva essere intesa come prova principe della responsabilità, dimostrando che, nella fattispecie, non constava alcuna forza maggiore dato che causa dell'inadempimento era stata una deliberata scelta di *“politica imprenditoriale”*.

III.a — Come si può rilevare l'architettura su cui si regge l'intera struttura delle argomentazioni sviluppate dalla Suprema Corte nel passo riportato, di per sé innegabilmente ben concatenate, è l'assunto che comunque il debitore versava *“in re illicita”* stante i *“mancati accantonamenti”*: è questo il dato di

⁽¹⁹⁾ Così Sentenza Sez. III 43599/2015 par. 1.2.

⁽²⁰⁾ Così Sentenza richiamata alla nota che precede, par. 5.10 e 5.11.

fatto che non consente alla Suprema Corte, di prendere in considerazione le giustificazioni addotte dall'imputato anche se dotate — come nella specie — di una obiettiva loro consistenza.

Dunque non resta che prendere atto che la tesi dell'obbligo di un "previo accantonamento" continua ad essere condivisa.

IV — Peraltro il tema che sta al centro del dibattito che ha portato alle opposte soluzioni offerte dalla giurisprudenza è, in sintesi, quello della "esigibilità" in concreto dell'adempimento la cui omissione costituisce il nucleo centrale della fattispecie legale. A proposito del quale si segnala come meritevole di particolare attenzione una recente Sentenza del Tribunale di Milano ⁽²¹⁾ che concerne il reato di cui all'art. 10-bis ⁽²²⁾ e cioè la fattispecie, come visto, strettamente "apparentata" a quello di cui all'art. 10-ter del D.Lgs. n. 74/2000 ma che, a differenza di questa, non postula, di regola, una impossibilità di adempiere capace di per sé di escludere la volontà di omettere l'adempimento prescritto bensì, sempre di regola, la disponibilità dei mezzi per provvedere al versamento (qui della ritenuta sul compenso) che vengono distratti nel senso di utilizzati per fini diversi da quelli prescritti dalle norme tributarie, esattamente come avviene nel contesto della operatività illecita inquadabile nel reato di cui all'art. 10-ter.

E infatti il giudice milanese muove proprio dalla considerazione che, nella fattispecie in esame, non è configurabile l'esimente dalla forza maggiore di cui all'art. 45 c.p. così da poter escludere la ricorrenza della componente oggettiva del reato: *"ritiene questo giudice che la sussistenza oggettiva della condotta delittuosa possa dirsi esclusa solamente quando sia impossibile configurare in capo all'imputato quell'obbligo giuridico di adempiere che costituisce l'essenza e il presupposto della condotta omissiva di reato. Obbligo giuridico che, con riguardo alla condotta di cui all'art. 10-bis, si fonda sulla progressiva omissione degli obblighi tributari gravanti sul sostituto d'imposta: l'amministratore che non accantona le ritenute operate, non le versa mensilmente e, conclusivamente, omette di versarle nel termine previsto dalla legge incriminatrice, viola l'obbligo giuridico, così perfezionando il reato omissivo"*.

Da tutto ciò consegue che "... per escludere la oggettiva esigibilità della condotta" sono "necessarie situazioni davvero eccezionali di mancanza assoluta di liquidità per ragioni imprevedibili e non imputabili all'imputato" ⁽²³⁾.

⁽²¹⁾ Sentenza III Penale - giud. Monocratico Dott. I. Mannucci-Pacini n. 13701/15 del 15 dicembre 2015 dep. 18.2.2016, in *Dir. Pen. Contemporaneo online* 23.3.2016.

⁽²²⁾ Come noto l'art. 10-bis del D.Lgs. 74/2000 è stato recentemente modificato dall'art. 7 del D.L.vo 24 settembre 2015 n. 158, oltre che nella "soglia" elevata a 250 mila euro, estendendone la portata alle ritenute "dovute sulla base della stessa dichiarazione".

⁽²³⁾ Interessante è al riguardo l'esempio offerto dalla Sentenza in esame richiamando il precedente costituito dalla Sentenza 28 aprile 2011 del Tribunale di Milano; che è quello del "legale rappresentante della società che intervenendo a ridosso della scadenza del termine, si trovi in una situazione in cui altri (il precedente amministratore) abbia violato quegli obblighi; in cui non abbia materialmente la disponibilità delle somme necessarie per adempiere nel

Si noti che qui il richiamo all'obbligo di accantonamento è del tutto pertinente poiché si tratta di disponibilità già facenti capo al sostituto d'imposta costituendo porzione dei corrispettivi che egli eroga, al contrario di quel che avviene in campo IVA ove, come più volte puntualizzato, il cedente il bene è il soggetto di imposta tenuto a versarla alle scadenze indipendentemente dal fatto che il diritto di rivalsa che egli ha nei confronti del cessionario gli abbia o meno consentito di averla già incassata da costui.

Peraltro, aggiunge la pronuncia in esame, la tesi difensiva secondo cui l'imputato dovrebbe andare assolto per carenza dell'elemento soggettivo dato il complesso di obiettive circostanze sfavorevoli che gli hanno precluso l'adempimento (e che il Tribunale valuta come effettivamente ricorrenti) merita attenzione. Non perché essa debba essere condivisa considerato che, perché il dolo sussista è sufficiente che l'agente, come è pressoché inevitabile, *“abbia la coscienza e volontà di aver rilasciato la certificazione delle ritenute delle quali in seguito omette il versamento entro il termine fissato”*, considerazione sulla quale un indirizzo giurisprudenziale mantiene *“un approccio assai rigoroso volto ad escludere che, nella generalità dei casi, la crisi di liquidità del sostituto d'imposta sia idonea a far venire meno l'elemento soggettivo del reato”* (24); ma perché la difesa dell'imputato rinvia ad un recente indirizzo giurisprudenziale che *“riconosce invece alla crisi di liquidità un valore esimente riconducibile all'assenza di dolo”* quando sia possibile dare ingresso ad *“una considerazione di “inesigibilità” della condotta alternativa rispetto a quella concretamente adottata dall'imputato”* (25).

Afferma il Tribunale che, secondo la Suprema Corte, *“l'inesigibilità è categoria generale del diritto penale che direttamente discende dai precetti dell'art. 27 della Costituzione. Non può infatti predicarsi colpevolezza senza improcedibilità e la impossibilità di adempiere al precetto, che dipenda da errore incolpevole o da fatto impeditivo o da assenza di mezzi, renderebbe la prescrizione dell'inosservanza in concreto non compatibile con il principio di personalità della responsabilità penale e con la funzione rieducativa della pena”* (26).

Conclude quindi il Tribunale richiamando la *“storica”* Sentenza 364/

termine conclusivo indicato nella norma penale; e in cui non abbia la possibilità o il tempo (a causa della presa di funzioni a stretto ridosso della scadenza) per ottenere crediti o finanziamenti da destinare al versamento dell'imposta”.

(24) Al riguardo si rinvia a Cass. Pen. Sez. III 9 dicembre 2011 n. 13100 e Sez. III 14 giugno 2011 n. 29616.

(25) Si richiamano Cass. Pen. Sez. III 5 dicembre 2013 n. 5467; Cass. Pen. Sez. III 6 febbraio 2014 n. 15176; Cass. Pen. Sez. III 6 febbraio 2014 n. 9264; inoltre sulla scia delle ultime due sentenze citate, che hanno assolto l'imputato di reato tributario per inesigibilità di una condotta alternativa a quella tenuta, si sono poste numerose pronunce di merito: vengono richiamate Trib. Milano Sez. II 17 luglio 2015 n. 8741; Trib. Campobasso 28 maggio 2015, 29 maggio 2015 n. 435 e 27 maggio 2015 n. 436.

(26) Così Cass. Pen. Sez. I 6 aprile 2011 n. 16513 richiamata dal Tribunale nella pronuncia in esame in relazione al reato di cui all'art. 3-bis legge 575/1965 di omesso versamento entro trenta giorni dall'inizio dell'esecuzione della misura di prevenzione, della cauzione imposta dal Tribunale.

1988 ⁽²⁷⁾ della Corte Costituzionale che subordinava la legittimità costituzionale della pena alla rimproverabilità della violazione, che la inesigibilità si pone come cardine per la concreta salvaguardia dei valori e principi di colpevolezza, ragionevolezza e dignità dell'uomo sì che la mancanza di una sua espressa enunciazione a livello normativo non osta alla sua operatività, dal momento che essa si radica nella stessa Costituzione.

Non è questa la sede per affrontare le delicate tematiche coinvolte in una così drastica presa di posizione che è stata peraltro qui diffusamente illustrata perché la Sentenza del Tribunale di Milano si riallaccia, riproponendolo con rinnovato vigore, a un indirizzo che attraversa anche la Suprema Corte, per il quale le scusanti che valgono ad escludere la punibilità di una dolosa omissione non possono essere confinate nel ristretto ambito della forza maggiore *ex art. 45 c.p.*.

V — Le considerazioni fin qui svolte offrono la prospettiva in cui guardare al tema dei rapporti fra omissioni IVA e procedimenti concernenti le situazioni di crisi, fino all'insolvenza del contribuente.

Conviene muovere dal procedimento concorsuale *“per eccellenza”*, e cioè la procedura fallimentare, considerando il caso più semplice: quello in cui la dichiarazione di fallimento preceda il termine del 27 dicembre. Al riguardo la Suprema Corte sembra univocamente ritenere che il legale rappresentante all'epoca in cui furono omessi i versamenti periodici — omissioni che, pur assumendo una indubbia valenza causale in ordine a quella che si colloca alla scadenza del termine lungo, rimangono tuttavia estranee alla fattispecie penalmente sanzionata che concerne esclusivamente quest'ultima — essendo decaduto dalla carica per effetto della dichiarazione di fallimento non possa essere chiamato a rispondere del reato *de quo* ⁽²⁸⁾. Se pur a determinate condizioni *“... laddove nella condotta antecedente alla perdita della carica sociale non sia ravvisabile nel soggetto (ex) rappresentante legale della società alcuna responsabilità ovvero sia riscontrabile una responsabilità a titolo di colpa, quel soggetto non potrà essere chiamato a rispondere per il reato in questione; diversamente accadrà nel caso in cui dovesse riscontrarsi nel comportamento antecedente una condotta intenzionalmente o consapevolmente diretta a vanificare l'obbligo tributario, nel qual caso quel soggetto,*

⁽²⁷⁾ In *Riv. It. Dir. e Proc. Pen.* 1988 pag. 686 con nota di D. Pulitanò, nonché *Foro It.* 1988, I, 1385 con nota di G. Fiandaca (ma oggetto di alquanti approfonditi commenti e richiami anche in epoca recente).

⁽²⁸⁾ I giudici di merito peraltro non sono alieni dall'adoptare decisioni in senso contrario; così il Tribunale di Camerino, Sent. 2 luglio 2013, giudice monocratico Dott. D. Potetti ha ritenuto configurabile il reato di cui all'art. 10-ter in capo all'amministratore che non aveva effettuato i versamenti periodici dato che l'obbligo di versamento *“non scaturisce il 27 dicembre dell'anno successivo”* (quando nella fattispecie la società era già stata dichiarata fallita con contestuale decadenza dell'amministratore in carica) ma *“man mano che l'IVA viene incassata”*; peraltro analoghe considerazioni sono state svolte da Cass. Pen. Sez. III n. 44283 del 4 ottobre 2013 di cui si dirà oltre.

anche se non più in carica, sarà ugualmente tenuto a rispondere penalmente dell'omissione tributaria.

È indubbio infatti che debba essere chiamato a rispondere chi abbia perduto la carica sociale per un fatto volontario (come tale doloso), volto artificiosamente alla dismissione della carica (come nel caso classico di nomina della c.d. "testa di legno" quale ultimo amministratore della società decotta), o "alla presentazione 'ad orologeria' di una richiesta di fallimento", dovendosi in simili evenienze ravvisarsi il dolo intenzionale dell'omissione nel versamento dell'IVA dichiarata, attesa l'inequivoca preordinazione soggettiva di tali condotte rispetto alla condotta omissiva penalmente rilevante D.Lgs. n. 74/2000 ex art. 10-ter (così Sez. III 12248/14 cit.)" (29).

È stato affrontato anche il caso in cui il fallimento sia stato richiesto ma non ancora dichiarato alla data del 27 dicembre. La Suprema Corte (30), in relazione a tale frangente, non ha tralasciato di ricordare l'orientamento (31) secondo cui la richiesta di essere ammessi a qualsivoglia procedura concorsuale formulata anteriormente alla scadenza del termine lungo equivale ad una sorta di anticipata realizzazione dell'omissione penalmente sanzionata, dato che il suo instaurarsi preclude tutti i pagamenti diversi da quelli disposti dagli organi della procedura, ripartendo secondo criteri stabiliti *ex lege*, le disponibilità per provvedervi. Tuttavia ha, nel contempo, ritenuto di poter dar credito alla giustificazione addotta dall'imputato che, assunta la carica di liquidatore il 9.11, "aveva presentato a soli 40 giorni dalla nomina, ricorso per il fallimento della società" e asseriva di aver, omettendo il pagamento dell'IVA entro il 27.12 pur avendone i mezzi, "agito nella completa convinzione del fatto che sarebbe stato il curatore a dover decidere come e quando disporre della cassa verso i vari creditori, tra cui l'Erario, non privilegiato rispetto agli altri, onde evitare di incorrere nel reato di bancarotta preferenziale".

V.1 - Le maggiori problematiche tutt'ora aperte sono legate tuttavia ai rapporti fra l'omissione del versamento IVA costitutiva del reato di cui all'art. 10-ter e concordato preventivo. In verità, più in generale, i problemi che si pongono nell'ambito del concordato preventivo concernono la formulazione di tutte le proposte che l'attuale Legge Fallimentare contempla come presentabili ad iniziativa del debitore quali, oltre il concordato preventivo di cui all'art. 160 e segg. L.F., l'accordo di ristrutturazione dei debiti di cui all'art. 180-bis L.F. nonché il piano di risanamento di cui all'art. 67 c. 3 lett. d) L.F.; proposte che, tutte, si incentrano su dilazioni di pagamento quando non prevedano

(29) Così Cass. Pen. Sez. III 53158/14 del 2 luglio 2014 e nello stesso senso Tribunale di Perugia 4 giugno 2015 n. 747.

(30) Sez. III 29 ottobre 2014 n. 5921/2015.

(31) Così Cass. Civ. Sez. 1, n. 22931 del 4 novembre 2011; Cass. Civ. Sez. V n. 7667 del 16 maggio 2012 che stabilendo l'intangibilità del debito IVA nel concordato preventivo con transazione fiscale (e, da ultimo, anche senza transazione fiscale: n. 14447 del 25 giugno 2014 avrebbero sia pure con profili di criticità evidenziabili in rapporto alla L.F. art. 160 c. 2 e con principio recepito anche da questa Corte Penale 8 sez. III n. 44283 del 14 maggio 2013) stabilito l'obbligo di versamento per intero del debito IVA nel concordato preventivo.

anche il soddisfacimento solo parziale delle ragioni creditorie anche se assistite da privilegio ⁽³²⁾.

Infatti, proprio l'esercizio di queste facoltà, in applicazione del rigoroso criterio di subordinare la non punibilità della omissione di cui all'art. 10-ter D.Lgs. n. 74/2000 ai canoni della forza maggiore, ben può essere ricondotto a quella volontaria iniziativa che esclude l'esimente dell'art. 45 c.p. rendendo l'omissione colpevole e perciò punibile. È significativo, in questo senso, che nell'unico caso, per quanto noto a chi scrive, in cui si è affrontato il tema dell'eventuale efficacia scriminante del piano di risanamento ex art. 67 comma 3 lettera d) L.F., pur constando, a quanto emerge dalla medesima decisione, la circostanza che il piano non prevedesse alcunché in ordine al pagamento del debito IVA ⁽³³⁾, la Suprema Corte abbia ritenuto la responsabilità dell'imputato imperniando la propria decisione sul rilievo che il ricorso al piano escludesse la scriminante della forza maggiore: *“non può essere ascrivibile a forza maggiore la mancanza della provvista necessaria all'adempimento dell'obbligazione tributaria per effetto di una scelta di politica imprenditoriale volta a fronteggiare una crisi di liquidità come quelladi ricorrere ad un piano di risanamento dell'impresa di cui alla legge fallimentare art. 67 comma 3 lettera d) perché l'istituto non rientra in un procedimento giudiziale o soggetto ad omologa da parte del giudice..., ma si risolve in un atto stragiudiziale non soggetto al controllo del giudice.... e quindi.....in un'operazione strettamente ed interamente privatistica....”*

Per quanto attiene poi specificamente il concordato preventivo, particolare interesse presente un'articolata sentenza — la n. 15853 del 12.3.2015 — della sez.III della Corte di Cassazione, che fornisce se non altro un perspicuo esempio di *“overruling”* per via delle puntuali considerazioni attraverso cui disattende il precedente contrario della medesima sezione. Che, con pronuncia 14.5.2013 n. 44283, aveva infatti statuito che il delitto di omesso pagamento del debito IVA è configurabile nonostante l'ammissione alla procedura di concordato preventivo in epoca antecedente alla scadenza del 27 dicembre, dal momento che, essendo la pretesa tributaria indisponibile, il pagamento dilazionato oltre il termine non potrà escludere la sanzione penale.

La sentenza n. 44283/2013 aveva argomentato richiamando, sulla scia di numerose pronunce delle sezioni civili della Suprema Corte, le radici comunitarie delle obbligazioni IVA e cioè la Dir. 2006/112/CE del Consiglio dell'Unione Europea del 28.11.2006, la decisione del medesimo Consiglio n. 2007/

⁽³²⁾ Si allude qui alle previsioni di cui agli artt. 160 c. 1 lett. c) e d) nonché c. 2 della Legge Fallimentare.

⁽³³⁾ Trattasi della Sentenza Cass. III 28 ottobre 2015 n. 1623 dep. il 18 gennaio 2016 in cui può leggersi a confutazione di specifica difesa sul punto *“il piano era stato approvato dagli organi sociali e ciò esclude che possa trasferirsi in capo ai professionisti la responsabilità della mancata previsione dell'accantonamento delle somme necessarie a versare l'IVA o la mancata previsione delle somme provenienti dagli istituti di credito a tal fine. Rispetto a tale punto della Sentenza impugnata il ricorrente non ha preso una specifica posizione con il motivo di ricorso (par. 2)”*.

436/CE adottata nel giugno 2007 e la sentenza della Corte di Giustizia 29.3.2012 in causa C-500/10, Belvedere Costruzioni s.r.l., che impongono ad ogni Stato membro dell'Unione di garantire tramite tutte le misure legislative ed amministrative, che l'IVA nel suo territorio sia integralmente riscossa⁽³⁴⁾. Ebbene, poiché l'unica ipotesi di dilazione del debito IVA contemplata dalla normativa in materia di procedure concorsuali è quella prevista all'art. 182-ter L.F. — concernente la *Transazione fiscale* — che consente al debitore di “*proporre il pagamento parziale anche dilazionato dei tributi amministrati dalle Agenzie fiscali... ad eccezione dei tributi costituenti risorse dell'Unione Europea*” specificando che “*con riguardo all'imposta sul valore aggiunto...la proposta può prevedere esclusivamente la dilazione di pagamento*”, la Sentenza afferma la necessità che, per poter scriminare, la proposta di concordato debba prevedere la transazione fiscale del debito IVA in difetto della quale il debito relativo a questo tributo varrà ineluttabilmente ad integrare il reato di cui all'art. 10-ter D.Lgs. 74/2000. Infatti, così asserisce la Sentenza richiamata, “*Il concordato è una scelta di autonomia privata, tutta interna alla volontà del debitore*” e quindi non può di per sé “*portare... ad elidere gli obblighi giuridici... aventi rilievo pubblicistico, come la previsione del versamento IVA alle scadenze di legge, la cui omissione è sanzionata penalmente*”.

Dal canto suo la Sentenza 15853/2015 si discosta decisamente dal precedente negando che solo il concordato con transazione fiscale possa valere a scriminare e che il concordato sia mera manifestazione di autonomia privata.

Particolarmente ampia è la trattazione di questo secondo aspetto che in verità non parrebbe meritevole di particolari approfondimenti essendo, quanto meno nella letteratura al riguardo, del tutto pacifico il rilievo pubblicistico dell'istituto. Quanto al primo aspetto la Sentenza n. 15853 obietta come proprio quella giurisprudenza delle Sezioni Civili della Suprema Corte ricordata dalla Sentenza 44283, estenda la limitazione alla dilazione di pagamento di cui all'art. 183-ter L.F., anche all'ipotesi di concordato: “*la disposizione che esclude la falcidia concordataria sul capitale dell'IVA ha natura eccezionale ed attribuisce al credito un trattamento peculiare inderogabile; ne consegue che la sua portata sostanziale si applica ad ogni forma di concordato, ancorché proposto senza ricorrere all'istituto della transazione fiscale attenendo allo statuto concorsuale del credito IVA (così Cass. Civ. Sez. I, 4 novembre 2011 n. 22931)*”⁽³⁵⁾.

Ma la sentenza in esame offre altri motivi di interesse. Sia perché respinge con decisione la possibilità di attribuire rilevanza causale e quindi di ritenere fonte di responsabilità *ex art. 10-ter* le omissioni dei versamenti periodici: il reato de quo è pacificamente ritenuto istantaneo e si consuma

⁽³⁴⁾ Fonti e principi questi, come accennato, già posti a fondamento di alquante sentenze della Cassazione Civile — quelle qui ricordate alla nota 28 che precede — e che la Sentenza n. 44283 diffusamente richiama.

⁽³⁵⁾ E analogamente Sez. V civile 16 maggio 2012 n. 7667 e Sezione I civile 25 giugno 2014 n. 14447.

quindi alla data del 27 dicembre dell'anno successivo a quello in cui si sono verificati gli inadempimenti alle scadenze "fisiologiche" così che "non si vede come possano esercitare alcuna incidenza sul piano penale (che è ovviamente diverso da un piano unicamente fattuale) condotte anteriori al 27 dicembre ...". "Quel che rileva, invero, in un reato istantaneo non è la serie casuale, se mai ve ne è una, storicamente antecedente alla condotta che integra, bensì esclusivamente quest'ultima (significativamente, da ultimo, si è esclusa per il reato in questione la configurabilità del tentativo, dal momento che prima della scadenza del termine vi è ancora completa possibilità di adempimento all'obbligo di versamento: Cass. Sez. III, 22 gennaio 2014 n. 12248)".

Sia e soprattutto perché ribadisce comunque l'autonomia tra procedura concorsuale e accertamento del reato: puntualmente osservando che il pagamento dilazionato, che pur la procedura concordataria legittima, consente esclusivamente di ritenere che la dilazione "rientra nel contenuto di un istituto prevalentemente pubblicistico realizzato sotto una governance giurisdizionale, dal quale, logicamente, non può trarre una liceità relativa esclusivamente all'ambito di detto istituto, ovvero una liceità cui il diritto penale rimane impermeabile al punto che il giudice fallimentare avrebbe ricevuto dal legislatore il potere di ammettere la proposta prima, e omologare poi una condotta penalmente illecita".

Così che, in conclusione, l'ammissione alla procedura concordataria potrà valere ad escludere il "fumus commissi delicti" (e la pronuncia in esame verteva appunto su una impugnazione contro una misura cautelare reale di sequestro funzionale alla confisca) impregiudicato l'accertamento del giudice penale non solo sulla componente soggettiva del reato ma anche su quella oggettiva e cioè sull'incidenza della dilazione sul quantum che dovrà essere reintegrato nella stessa misura di ciò che era in origine dovuto con applicazione di congrui interessi ⁽³⁶⁾.

VI - Dunque se incertezze non meritano di essere coltivate in relazione alla liceità della dilazione del debito IVA in sede concordataria, che di per sé non vale a integrare la componente oggettiva del reato cui all'art. 10-ter D.Lgs. n. 74/2000 pur comportando un pagamento del debito tributario oltre il termine "lungo" indicato nella norma incriminatrice, proprio le pronunce penali e civili che ciò affermano adducono considerazioni che valgono ad escludere invece l'ammissibilità di una proposta di concordato che preveda un pagamento non semplicemente dilazionato, ma anche parziale del debito IVA. Al riguardo, come si è visto, le pronunce delle sentenze civili della Corte di Cassazione — come la Sentenza n. 15853 della Sezione III Penale sopra commentata — sono tassative: l'art. 183 L.F. *ter* ammettendo esclusivamente la dilazione ma non il parziale pagamento del debito IVA, introduce a tutela di questo specifico tributo euro comunitario, una norma eccezionale che si

⁽³⁶⁾ Paragrafo 8 in fine della Sentenza 15853/2015.

sovrappone, elidendole, alle statuizioni concernenti l'ordine dei privilegi anteponendo in sostanza il credito IVA dell'Erario ai crediti tradizionalmente considerati come meritevoli del primo grado di privilegio, quali i crediti da lavoro dipendente, che dovranno essere soddisfatti con le disponibilità residue dopo aver pagato il credito IVA.

Paradossalmente la tutela dei creditori considerati meritevoli del primo grado di privilegio è assicurato invece dal fallimento del debitore: infatti nell'ambito della procedura fallimentare i riparti avvengono nel rispetto del comune ordine di prelazione, secondo il quale il credito IVA gode sì di privilegio, ma si colloca al 19° grado.

Tutto quanto fin qui osservato evidenzia come vasto ed accidentato sia il panorama delle problematiche che hanno indotto il Tribunale di Udine a proporre alla Corte di Giustizia Europea la domanda di pronuncia pregiudiziale all'origine della Sentenza della Corte 7 aprile 2016 C-546/14.

La soluzione offerta dal giudice europeo, che ammette che l'imprenditore in stato di insolvenza possa presentare una domanda di concordato preventivo con la quale proponga di pagare solo parzialmente un debito IVA attestando, sulla base dell'accertamento di un esperto indipendente, che tale debito non riceverebbe un trattamento migliore in caso di proprio fallimento, appare ragionevole.

E dunque capace di sostituirsi ai rigidi divieti fin qui imposti a salvaguardia dei diritti dell'Unione dalle pronunce sopra richiamate delle Sezioni Civili della Corte di Cassazione, pronunce condivise anche dalle Sezioni Penali chiamate a decidere sulla configurabilità o meno dell'art. 10 *ter* D.Lgs. n. 74/2000.

Nonché di restringere considerevolmente l'ambito dei casi in cui questo reato potrà ritenersi sussistente allorché il debitore versi in stato di insolvenza.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI TRIBUTARIA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Corte di Cassazione, Sezione V civile, sentenza del 27 aprile 2016, n. 8326
— Presidente Di Amato, Relatore Locatelli*

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

L'Agenzia delle Entrate di Roma emetteva nei confronti della società Piscopo Editore srl un avviso di accertamento con il quale rettificava ai fini Irpeg ed Irap la dichiarazione dei redditi presentata per l'anno di imposta 2003, sul rilievo che la società, in violazione del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11, aveva omesso di indicare separatamente le spese e gli altri componenti negativi di reddito derivante da operazione intervenute con imprese commerciali aventi sede in paesi a fiscalità privilegiata, nella specie con la società Creol Enterprises con sede ad (*OMISSIS*).

Contro l'avviso di accertamento la società proponeva ricorso alla Commissione tributaria provinciale di Roma che lo rigettava con sentenza n. 542 del 2007.

Avverso la sentenza la società proponeva appello alla Commissione tributaria regionale di Roma che con sentenza del 3.12.2008 lo accoglieva, osservando che: la società aveva fornito la prova della effettività delle operazioni economiche intrattenute con la società sedente in (*OMISSIS*); le sanzioni erano inapplicabili avendo la ricorrente presentato la dichiarazione prevista dal D.P.R. n. 322 del 1998, art. 2, comma 8, così sanando l'errore formale commesso.

Contro la sentenza di appello l'Agenzia delle Entrate propone ricorso per i seguenti motivi: 1) violazione del D.P.R. n. 322 del 1998, art. 2, comma 8, L. n. 296 del 1998, art. 1, commi 302 e 303, L. n. 212 del 2000, art. 10 e D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110 nella parte in cui la sentenza impugnata ha ritenuto che l'omessa separata indicazione delle componenti reddituali negative di cui al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11 costituisce mera violazione formale non sanzionabile; 2) violazione del D.P.R. n. 322 del 1998, art. 2, comma 8, L. n. 296 del 1998, art. 1, commi 302 e 303, L. n. 212

del 2000, art. 10, D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110 e D.Lgs. n. 446 del 1997, art. 11-*bis* nella parte in cui la Commissione tributaria regionale ha escluso l'applicabilità delle sanzioni a seguito di dichiarazione integrativa presentata dalla contribuente successivamente all'avvio delle operazioni di verifica, anziché riconoscere l'applicabilità della sanzione prevista dalla L. n. 296 del 2006, art. 1, comma 303; 3) vizio di ultrapetizione per violazione degli artt. 112 e 329 c.p.c., D.Lgs. 31 dicembre 1992, n. 546, artt. 53 e 61) vizio di insufficienza della motivazione, in relazione all'art. 360 c.p.c., comma 1, n. 5 nella parte in cui la Commissione tributaria regionale ha ritenuto provata la sussistenza delle condizioni richieste per la deducibilità dei costi.

La società Piscopo Editore ha depositato controricorso con il quale chiede di dichiarare inammissibile o infondato il ricorso.

MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Il primo motivo è fondato. A seguito delle modifiche al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11, introdotte dalla L. n. 296 del 2006, art. 1, comma 301, l'esposizione separata dei costi derivanti da operazioni intercorse con imprese localizzate in paesi a fiscalità privilegiata, pur mantenendo il carattere di adempimento obbligatorio, ha cessato di essere una condizione alla quale è subordinata la deducibilità dei costi da "black list", essendo consentito anche al contribuente che ha omesso tale adempimento di fornire la prova della sussistenza dei requisiti sostanziali di deducibilità stabiliti dallo stesso art. 110, comma 11 (attività commerciale effettivamente svolta dalla impresa estera, ovvero effettivo interesse economico ad effettuare l'operazione commerciale con l'impresa "black list" ed effettiva esecuzione della operazione).

L'omessa esposizione separata dei componenti negativi di cui al D.Lgs. n. 917 del 1986, art. 110, comma 11, da causa ostativa alla deducibilità dei costi è divenuto, una violazione specificamente sanzionata dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, art. 8, comma 3-*bis*, introdotto dalla L. n. 296 del 2006, art. 1, comma 302, applicabile retroattivamente anche alle violazioni commesse antecedentemente all'entrata in vigore della L. n. 296 del 2006 in forza del disposto dell'art. 1, comma 303 della legge stessa (in senso conforme Sez. 5, Sentenza n. 4030 del 27/02/2015, Rv. 634884).

1.2. La violazione dell'obbligo di indicazione separata dei costi di cui al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11 non è annoverabile tra le "mere violazioni formali" per le quali comma 3 L. n. 212 del 2000 stabilisce il principio della inapplicabilità delle sanzioni. Il D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472, art. 6, comma 5 bis, aggiunto dal D.Lgs. 26 gennaio 2001, n. 32, art. 7 recante disposizioni di attuazione dei principi stabiliti dallo Statuto dei contribuenti a norma della L. n. 212 del 2000, art. 16, ha definito la nozione di "mera violazione formale" non punibile, stabilendo che essa sussiste allorché la violazione è priva di incidenza sulla determinazione della base imponibile, dell'imposta e sul versamento del tributo, ed è inidonea ad arrecare

pregiudizio all'esercizio delle azioni di controllo. Si tratti di requisiti concorrenti nel senso che essi devono ricorrere congiuntamente affinché la violazione sia catalogabile tra quelle meramente formali non sanzionabili. L'omessa evidenziazione, mediante indicazione separata, dei costi derivanti da operazioni intercorse con imprese residenti in Stati a fiscalità privilegiata, costituisce condotta idonea a frapporre un ostacolo all'attività di costante monitoraggio da parte della Amministrazione finanziaria delle operazioni economiche intercorse con imprese "black list"; pertanto si tratta di violazione priva di uno dei requisiti necessari per essere annoverata tra le violazioni formali non punibili ai sensi del D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472, art. 6, comma 5-bis.

2. Il secondo motivo di ricorso, relativo alla inefficacia della dichiarazione integrativa rispetto alla applicazione delle sanzioni, è fondato per la preliminare ragione di diritto di seguito indicata.

Lo strumento della dichiarazione integrativa previsto dal D.P.R. n. 322 del 1998, art. 2, commi 8 e 8-bis consente di operare una rettifica in aumento del reddito dichiarato in favore del fisco, ovvero una diminuzione del reddito dichiarato a favore del contribuente. Tale procedura è inapplicabile in caso di omessa indicazione separata dei costi prescritta dal D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11, poiché essa non dà luogo ad alcuna rettifica, né in aumento né in diminuzione, del reddito dichiarato. Inoltre l'inciso "salva l'applicazione delle sanzioni", posto all'inizio del D.P.R. n. 322 del 1988, art. 2, comma 8, costituisce argomento letterale di conferma della estraneità della procedura della dichiarazione integrativa alla materia delle sanzioni, per la quale vige il diverso istituto del ravvedimento operoso previsto dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472, art. 13.

Subordinatamente, è ugualmente fondata la censura secondo cui l'avvio della verifica fiscale di cui il contribuente abbia avuto formale conoscenza costituisce causa ostativa alla presentazione della dichiarazione integrativa prevista dal D.P.R. n. 322 del 1998, art. 2, comma 8, in quanto, se fosse possibile porre rimedio alle irregolarità anche dopo la contestazione delle stesse, la correzione si risolverebbe in un inammissibile strumento di elusione delle sanzioni comminate dal legislatore. (Sez. 6-5, Sentenza n. 15798 del 27/07/2015, Rv. 636114; Sez. 5, Sentenza n. 14999 del 17/07/2015, Rv. 636123; Sez. 5, Sentenza n. 5398 del 04/04/2012, Rv. 622225).

Tale conclusione è avvalorata dal disposto del D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 472, art. 13, che precludendo l'accesso al regime di riduzione delle sanzioni ai soggetti nei cui confronti siano già iniziate attività di accertamento, a maggior ragione esclude che i soggetti nei cui confronti siano già iniziate le verifiche possano fruire del beneficio di totale esenzione dalle sanzioni.

3. Il terzo motivo è infondato. L'atto di appello proposto dalla società ha devoluto alla cognizione della Commissione tributaria regionale anche la questione relativa alla effettiva sussistenza dei costi sostenuti, richiamando il fatto che l'Amministrazione finanziaria non aveva mosso contestazione alla

loro effettiva sussistenza, ma si era limitata (come risulta da verbale di accertamento) a disconoscerne la deducibilità per il solo dato formale della mancata indicazione separata.

4. Il quarto motivo è infondato. Il giudice di appello, sulla base della documentazione richiamata (certificato di registrazione della società residente ad (OMISSIS), bollette doganali, fatture) ha ritenuto che l'impresa estera svolgesse effettivamente una attività commerciale e che le operazioni intercorse con la società appellante avevano avuto concreta esecuzione. La motivazione è sufficiente. Le difformi valutazioni svolte nel motivo di ricorso involgono profili di merito in ordine alla valutazione del materiale probatorio non sindacabili in questa sede.

5. In accoglimento del primo e secondo motivo di ricorso, la sentenza deve essere parzialmente cassata e la causa decisa nel merito.

Trattandosi di violazione dell'obbligo di esposizione separata dei costi di cui al D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11 primo periodo, commessa prima dell'entrata in vigore della L. 27 dicembre 2006, n. 296, trova applicazione l'art. 1, comma 303 della stessa legge, che, secondo l'interpretazione di questo Collegio, stabilisce l'applicazione congiunta della sanzione proporzionale del 10% dei costi non indicati separatamente prevista dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, art. 8, comma 3-bis, unitamente alla sanzione minore fissa (da Euro 258 ad Euro 2065) prevista dallo stesso art. 8, comma 1. Il tenore letterale della norma secondo cui, in caso di violazioni dell'obbligo di indicazione separata dei costi commessi anteriormente all'entrata in vigore delle modifiche legislative "resta ferma l'applicazione della sanzione di cui all'art. 8, comma 1" non consente conclusione diverse. La ratio del cumulo delle sanzioni può individuarsi nella intenzione del legislatore di consentire retroattivamente la deducibilità dei costi "da black list" ritualmente documentati, pur in presenza della omissione dell'obbligo dichiarativo, ma comminando la nuova sanzione di cui all'art. 8, comma 3-bis congiuntamente alla previgente sanzione generale prevista dall'art. 8, comma 1 in caso di "omessa indicazione di ogni elemento prescritto per il compimento dei controlli".

Non può trovare accoglimento la tesi di parte resistente secondo cui, qualora il contribuente fornisca la prova della sussistenza dei requisiti sostanziali di deducibilità dei costi richiesti dal D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, comma 11, si deve applicare la sola sanzione fissa prevista dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, art. 8, comma 1 in luogo di quella proporzionale prevista dallo stesso art. 8, comma 3-bis. Osta a tale interpretazione la considerazione che, in caso di insussistenza delle condizioni sostanziali di deducibilità dei costi da black list, non si fa luogo all'applicazione di alcuna delle sanzioni previste dall'art. 8, comma 1 ovvero 3-bis D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, ma si determina una rettifica in aumento del reddito imponibile in misura corrispondente al recupero dei costi ritenuti in deducibili, con conseguente applicazione del diverso sistema sanzionatorio previsto dal D.Lgs.

18 dicembre 1997, n. 471, art. 1, comma 2 (dal cento al duecento per cento della maggiore imposta) con riguardo alla violazione sostanziale relativa alla indicazione di un reddito imponibile inferiore a quello accertato.

Poiché la ricorrente Agenzia delle Entrate ha chiesto l'applicazione della sola sanzione prevista dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, art. 8, comma 3 bis, la domanda deve essere accolta entro tali limiti in ottemperanza al principio di corrispondenza tra chiesto e pronunciato di cui all'art. 112 c.p.c..

L'accoglimento solo parziale del ricorso giustifica la compensazione delle spese per l'intero giudizio.

P.Q.M.

Accoglie il primo ed il secondo motivo; rigetta il terzo ed il quarto; cassa la sentenza impugnata limitatamente alla ritenuta inapplicabilità delle sanzioni, e decidendo nel merito ridetermina la sanzione in quella prevista dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, art. 8, comma 3-bis. Compensa le spese per l'intero giudizio.

Così deciso in Roma, il 27 novembre 2015.

Depositato in Cancelleria il 27 aprile 2016

* * *

*Corte di Cassazione, Sezione V civile, sentenza del 27 aprile 2016, n. 8327
— Presidente Di Amato, Relatore La Torre*

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

L'Agenzia delle entrate propone ricorso, con tre motivi, per la cassazione della sentenza della Commissione tributaria regionale del Veneto (n. 93/30/10 dep. 18 ottobre 2010), nella parte in cui ha accolto parzialmente l'appello incidentale della Unitessile spa, in relazione al rilievo contenuto nell'avviso di accertamento (per Iva, Irpeg, Irap anno, 2002), inerente alla ripresa di costi riguardanti attività economiche intercorse con Paesi a fiscalità privilegiata appartenenti alla c.d. black list.

In particolare la CTR ha ritenuto deducibili i costi e annullato la relativa ripresa, sia "perché la sanzione collegata alla semplice omessa indicazione separata di tali costi in sede di dichiarazione annuale è stata abrogata con effetto retroattivo dalla L. n. 296 del 2006, art. 1, commi 301 e 303" ed era stata sanata dalla successiva presentazione di dichiarazione integrativa; sia perché "la documentazione presentata dalla contribuente risulta chiarificatrice della inerenza ed effettività dei costi", la cui mancanza di data certa "non può ritenersi discriminatoria dell'ammissibilità e attendibilità della prova documentale".

L'intimata non si è costituita.

MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Logicamente prioritario è l'esame del secondo motivo del ricorso, col quale si deduce violazione di legge (D.P.R. n. 917 del 1986, art. 110, commi 10 e 11 e falsa applicazione commi 301, 302, 303 L. n. 296 del 2006, in relazione all'art. 360 c.p.c., n. 3), per avere la CTR erroneamente ritenuto che la sanzione (della indeducibilità) collegata alla omessa separata indicazione dei costi sia stata abrogata con effetto retroattivo dalla L. n. 206 del 2006 (art. 1, commi 301 e 303).

Il motivo non è fondato.

Va premesso che la deducibilità dal reddito d'impresa dei costi relativi ad operazioni con soggetti residenti in Paesi a fiscalità agevolata (c.d. black list) ha trovato disciplina prima nel D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 76, commi 7-bis e 7-ter (TUIR), e quindi nel D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917, art. 110, commi 10 ed 11 TUIR (in seguito alla trasposizione di dette disposizioni nella nuova norma operata dal D.Lgs. 12 dicembre 2003, n. 344). Tale sistema è stato modificato, a decorrere dal periodo di imposta relativo all'anno 2007 (fatta salva l'applicazione in materia sanzionatoria del principio del "favor rei" del D.Lgs. n. 472 del 1997, art. 3, comma 3), con la L. 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria 2007) art. 1, commi da 301 a 303.

Con l'art. 1, comma 301, è stato inserito, dopo il primo periodo dell'art. 110, comma 11, del Tuir, il seguente: Le spese e gli altri componenti negativi deducibili ai sensi del primo periodo sono separatamente indicati nella dichiarazione dei redditi. È stato, nel contempo, soppresso l'ultimo periodo della predetta disposizione (ove si prevedeva che la deduzione è comunque subordinata allo separata indicazione...).

Il successivo comma 302 ha aggiunto al D.Lgs. n. 471 del 1997, art. 8 il comma 3-bis (a norma del quale: Quando l'omissione o incompletezza riguarda l'indicazione delle spese e degli altri componenti negativi di cui all'art. 110, si applica una sanzione amministrativa pari al 10 per cento dell'importo complessivo delle spese e dei componenti negativi non indicati nella dichiarazione dei redditi, con un minimo di Euro 500 ed un massimo di Euro 50.000).

Infine, con il comma 303, è stata introdotta una disposizione di carattere transitorio, che sancisce l'applicabilità delle modifiche di cui al comma 302 anche alle violazioni commesse prima della data di entrata in vigore della presente legge, sempre che il contribuente fornisca la prova di cui all'art. 110, comma 11, primo periodo (il soggetto nazionale ha l'onere di provare che le imprese fornitrici estere svolgono prevalentemente un'attività commerciale effettiva, ovvero che le operazioni poste in essere rispondano a un effettivo interesse economico e che le stesse hanno avuto concreta esecuzione).

L'art. 1, comma 303, L. cit., nell'introdurre una disposizione a carattere transitorio, ha fatto esclusivo riferimento alla disciplina sanzionatoria di cui al precedente comma 302 e non anche al comma 301, che ha abolito la condizione della separata annotazione del costo ai fini della sua deducibilità.

Ciò potrebbe indurre a ritenere l'applicabilità della nuova disposizione

(per le violazioni commesse prima del gennaio 2007) limitata alla sola sanzione, introdotta dal comma 302, ferma restando l'indeducibilità del costo per tutte le ipotesi, precedenti alla modifica legislativa, in cui il contribuente abbia omissis l'annotazione separata.

Dopo un primo orientamento della giurisprudenza in tal senso, la più recente giurisprudenza di questa Corte (Cass. n. 4030 del 2015 e n. 6205 del 2015; n. 23745 del 2015) ha ritenuto che la ratio dell'innovazione legislativa "a regime" — peraltro in conformità con i canoni costituzionali della capacità contributiva e dell'uguaglianza tributaria — non può che proiettarsi anche sulla disciplina transitoria, inducendo ad interpretarla nel senso della estensione dell'applicazione retroattiva anche all'abolizione del regime di assoluta ineducibilità dei costi non separatamente indicati in dichiarazione. Tale lettura è peraltro confermata anche dall'ultima proposizione della L. n. 296 del 2006, art. 1, comma 303 che prevede indubbiamente, per le sole violazioni dell'obbligo di separata indicazione riferibili a situazioni di diritto transitorio, il cumulo della sanzione proporzionale del 10% (entro limiti prescritti), disposta dal sopravvenuto comma 3-bis, con la sanzione, definita nel minimo e nel massimo, di cui al citato D.Lgs. n. 471 del 1997, art. 8, comma 1, e, trovando ragion d'essere solo sul presupposto della estensione della retroattività anche all'abolizione del previgente regime di ineducibilità, la legittima a sua volta, finendo, così, con il costituire clausola di chiusura dell'intera disciplina.

Deve pertanto ritenersi — dando continuità alla più recente e condivisa giurisprudenza — che nella retroattività attribuita esplicitamente dalla novella del 2006 al nuovo regime sanzionatorio, rientra implicitamente anche l'abolizione del sistema di non deducibilità dei costi non separatamente indicati in dichiarazione.

Non senza rilevare che, senza la retroattività anche di tale abolizione, la previsione del comma 303 L. n. 296 del 2006 risulterebbe priva di qualsiasi giustificazione razionale, aggravando retroattivamente la posizione del contribuente — già assoggettato al regime d'indeducibilità dei costi non separatamente dichiarati congiunto alle connesse pesanti sanzioni D.Lgs. n. 471 del 1997, *ex art.* 1, comma 2, — con le ulteriori sanzioni previste dai commi 302 e 303 del L. n. 296 del 2006, art. 1. Pertanto, sulla base della interpretazione sistematica ed unitaria della disciplina articolata nella L. n. 296 del 2006, art. 1, commi 301, 302 e 303 proposta dalla giurisprudenza di legittimità su citata, deve concludersi che, quanto ai relativi profili di diritto transitorio, essa vada letta nel senso che anche le violazioni dell'obbligo di separata indicazione dei costi poste in essere prima dell'entrata in vigore della L. n. 296 del 2006 non comportano (di per se stesse) l'applicazione del regime di assoluta ineducibilità dei costi medesimi e di connessa sanzionabilità D.Lgs. n. 471 del 1997, *ex art.* 1, comma 2, (Cass. 20 novembre 2015, n. 23745).

2. Resta assorbito il primo motivo, col quale l'Agenzia delle entrate deduce violazione di legge (D.P.R. n. 322 del 1998, art. 110, commi 10 e 11 e

art. 2, commi 8 e 8-bis in relazione all'art. 360 c.p.c., n. 3), per avere la CTR ritenuto illegittima, in presenza di dichiarazione integrativa presentata dopo l'inizio della verifica fiscale, la sanzione della indeducibilità irrogata alla Unitessile spa per mancata separata indicazione nella dichiarazione dei redditi dei costi per operazioni economiche con Paesi appartenenti alla black list.

3. Col terzo motivo si deduce motivazione insufficiente ed illogica su un fatto controverso e decisivo (*ex art. 360 c.p.c., n. 5*), costituito dalla rispondenza delle operazioni economiche a un effettivo interesse economico e dalla loro concreta esecuzione, non essendo la motivazione idonea a sorreggere la decisione perché nell'affermare che risulta documentata la natura del rapporto e la produzione di ricavi non chiarisce da quali documenti ciò risulti e non ne indica il contenuto, ritenendo irrilevante la carenza di data certa della prova documentale.

4. Il motivo è infondato. Non ricorre infatti il dedotto vizio, avendo la CTR congruamente motivato sulla presenza di contratti e ricavi, in base alla documentazione prodotta dalla società, dal cui esame ha tratto logiche conclusioni, con indagine non censurabile in questa sede. È altresì coerente la motivazione sulla irrilevanza attribuita alla mancanza di data certa del contratto (di agenzia): mancanza di data che, in assenza di contestazioni, è stata correttamente considerata ininfluyente al fine dell'esistenza del contratto di agenzia, riguardando al più la certezza del momento della sua stipulazione, che il giudice ha ritenuto non rilevante — con giudizio non sindacabile in questa sede — ai fini dell'attendibilità della prova.

5. In conclusione il ricorso va rigettato, ma in ragione della evoluzione della giurisprudenza sui temi trattati si compensano le spese dell'intero giudizio.

P.Q.M.

La Corte rigetta il ricorso e compensa le spese.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio del 21 gennaio 2016

* * *

*Corte di Cassazione, Sezione V civile, sentenza del 27 aprile 2016, n. 8330
— Presidente Di Amato, Relatore La Torre*

SVOLGIMENTO DEL PROCESSO

La Guardia di Finanza, il 1.2.2006, iniziava una verifica fiscale nei confronti della Skyway Network spa, dalla quale emergeva che quest'ultima società aveva dedotto costi in operazioni con imprese aventi sedi in stati sospetti (c.d. black list); che aveva detratto IVA illegittimamente per alcuni

acquisti, che altrettanto illegittimamente aveva dedotto una serie di altri costi, in quanto non inerenti o non compatibili.

A seguito di tale verifica, l'Agenzia delle Entrate notificava avviso di accertamento con cui rideterminava il reddito per l'anno 2004.

La società proponeva ricorso che la Commissione Provinciale accoglieva.

Su appello dell'Agenzia, la Commissione Regionale riformava in parte la decisione di primo grado, mantenendo però ferma la statuizione relativa alla deducibilità dei costi relativi ad operazioni con le imprese estere.

L'Agenzia propone dunque ricorso per Cassazione, su un solo punto della decisione, quello relativo alla affermata deducibilità dei costi da "black list". Non si è costituita la società Skyway, ora Skygroup in liquidazione.

MOTIVI DELLA DECISIONE

1. Con in primi tre motivi, l'Agenzia denuncia la violazione del D.Lgs. n. 917 del 1986, art. 110, sia sotto l'aspetto della erronea interpretazione che sotto quello del vizio di motivazione.

Con il primo motivo, in particolare, l'Agenzia censura la decisione di appello nella parte in cui deduce la prova della deducibilità dei costi dalla prova della loro separata dichiarazione.

Fa presente la ricorrente che dalla dimostrazione di avere indicato separatamente i costi da dedurre non deriva la prova che quei costi sono comunque deducibili, in quanto altro è l'onere di indicare in dichiarazione i costi in modo separato, altro è dimostrare, ai sensi dell'art. 110 TUIR, che essi sono deducibili.

Il motivo è fondato.

La società Skyway aveva dedotto dal reddito alcuni costi relativi ad acquisti di merce fatti da società residenti in Stati inseriti nella "black list".

In tali casi, il D.Lgs. n. 917 del 1986, art. 110 prevede che i costi non sono deducibili, per la presunzione che essi non siano effettivi, presunzione che però può essere vinta dal contribuente dimostrando che: a) la società estera con cui ha operato svolge effettivamente un'attività che sia prevalentemente commerciale; b) oppure che l'operazione è mossa da un effettivo interesse economico.

L'art. 110, nella sua originaria formulazione, prevedeva altresì quale condizione per potere dedurre quei costi, oltre alla dimostrazione di uno dei suddetti presupposti, altresì che i costi venissero indicati separatamente nella dichiarazione dei redditi in modo da essere conoscibili adeguatamente.

La riforma del 2007, pur ribadendo l'onere di questa separata indicazione, ha però escluso che il suo rispetto possa costituire presupposto di deducibilità dei costi, ed ha previsto solamente una sanzione pecuniaria per il caso di omissione. La norma si applica retroattivamente anche alle dichiarazioni dei redditi precedenti la sua entrata in vigore, secondo la giurisprudenza costante di questa Corte (Cass. n. 20635 del 2015; Cass. n. 6205 del 2015; Cass. n. 4030 del 2015).

Nella fattispecie, la Commissione Regionale ha ritenuto fornita la prova semplicemente per via del fatto che la società ha denunciato i costi in maniera separata (sia pure con dichiarazione successiva a quella sui redditi).

Il giudice di appello ha cioè ritenuto che assolvendo all'onere di indicare in modo autonomo e separato i costi da dedurre la società ha fornito la prova contraria alla presunzione legale di fittizietà delle spese sostenute e portate in deduzione. L'assunto costituisce però erronea interpretazione della norma.

L'art. 110 c.p.c. nella sua originaria formulazione prevedeva che il contribuente potesse superare la presunzione legale dimostrando, anche alternativamente, due circostanze, ossia: (i) che l'impresa residente all'estero e con cui ha trattato l'acquisto è operante effettivamente; (ii) che l'acquisto da quella impresa è stato determinato da un concreto interesse economico. Già nella originaria formulazione l'indicazione separata del costo deducibile non era utilizzabile per vincere la presunzione legale. Se il contribuente non provava una delle due condizioni suddette il costo rimaneva non deducibile, anche se aveva indicato separatamente la relativa voce in dichiarazione. Piuttosto, l'omissione di tale ultima condizione impediva la deducibilità comunque.

Dunque, già prima della riforma, non era sufficiente la sola indicazione separata dei costi in dichiarazione per dimostrare che tali costi erano effettivi e non fittizi come presume la legge.

Dopo la riforma del 2007, che si applica retroattivamente, l'indicazione dei costi ha perduto anche l'originaria natura di essere condizione di deducibilità (non già prova della stessa) e la sua omissione comporta semplicemente una sanzione.

Ne consegue dunque che ai fini di ritenere provata l'effettività del costo dedotto, e dunque di ritenere superata la presunzione, occorre dimostrare o che la società estera opera effettivamente come impresa prevalentemente commerciale, oppure che c'era un effettivo interesse economico ad acquistare da quest'ultima. Non basta dunque, in difetto della prova di una di tali condizioni, indicare i costi in modo separato e distinto nella dichiarazione dei redditi, non valendo tale indicazione quale prova contraria della presunzione, neanche sotto il previgente regime in cui l'omissione di tale adempimento impediva di dedurre il costo, ma il suo assolvimento non era prova della effettività di quello.

La decisione va dunque cassata, con rinvio, perché il giudice di appello valuti se è stata fornita la prova, non già della separata indicazione dei costi, ma della loro deducibilità, secondo quanto in precedenza precisato.

L'accoglimento di questo primo motivo rende superfluo l'esame del secondo e del terzo, che risultano assorbiti.

P.Q.M.

la Corte accoglie il primo motivo di ricorso e dichiara assorbiti il secondo ed il terzo. Cassa la sentenza impugnata e rinvia alla Commissione Regionale

di Latina, in diversa composizione, anche per le spese del giudizio di Cassazione.

Così deciso in Roma, il 21 gennaio 2016.

Depositato in Cancelleria il 27 aprile 2016

* * *

Il regime di deducibilità dei costi cd. *black list* alla luce delle recenti novità legislative (di ROBERTO BABORO)

1. *Premessa.*

Le sentenze in commento si esprimono sulla rilevanza dell'omessa indicazione in dichiarazione delle spese e degli altri componenti negativi di reddito derivanti da operazioni con soggetti aventi sede in Paesi a fiscalità privilegiata prima delle modifiche introdotte, a decorrere dal periodo di imposta 2007, dall'art. 1, commi da 301 a 303, della legge 27 dicembre 2006, n. 296 (legge finanziaria 2007) all'art. 110, d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 ("Tuir")⁽¹⁾.

Le pronunce in commento — sostanzialmente simili quanto alla fattispecie scrutinata — affrontano invero questioni diverse tra loro. In tutte le pronunce l'Amministrazione finanziaria aveva contestato a delle società l'indeducibilità dei cd. costi *black list*, in quanto essi non avevano trovato evidenza separata nella dichiarazione dei redditi originariamente presentata ma solo nella dichiarazione integrativa prevista dall'art. 2, comma 8, D.P.R. 22 luglio 1998, n. 322. In tal modo, secondo l'Amministrazione finanziaria il contribuente aveva violato il disposto dell'ultimo periodo del comma 11 dell'art. 110 Tuir che, come noto, prima dell'intervenuta abrogazione ad opera dell'anzidetta legge n. 206 del 2006, subordinava la deducibilità dei costi *black list* alla loro separata indicazione nella dichiarazione dei redditi.

Nella pronuncia n. 8327 la Corte ha precisato — sulla scorta delle precedenti pronunce sul tema⁽²⁾ — che tale violazione, benché riferita a

⁽¹⁾ Si precisa che il regime di indeducibilità delle spese e delle altre componenti negative di reddito derivanti da operazioni intercorse con imprese residenti ovvero localizzate in Stati o territori aventi regimi fiscali privilegiati è stato dapprima modificato ad opera del D.Lgs. 14 settembre 2015, n. 147, a decorrere dal periodo di imposta 2015, e poi abrogato dall'art. 1, comma 142, lett. a), legge 28 dicembre 2015, n. 208, a decorrere dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31 dicembre 2015, ai sensi dell'art. 1, comma 144, del medesimo provvedimento. Su tali modifiche si tornerà *infra*.

⁽²⁾ Cass., 14 ottobre 2015, n. 20635; Id., 17 luglio 2015, n. 14999, in *Corr. trib.*, 2015, 3827, con commento di F. ROCCATAGLIATA, "La Suprema Corte interpreta i limiti alla deducibilità dei costi 'black list' in conformità alle scelte europee"; Id., 27 marzo 2015, n. 6205; Id., 27 febbraio 2015, n. 4030; Id., 11 febbraio 2015, n. 2612, in *Corr. trib.*, 2015, 1571, con commento di M. PENNESI, G. TRABATTONI, "Omessa separata indicazione dei costi black list".

periodi di imposta precedenti l'abrogazione della previsione contenuta nell'anzidetto comma 11, art. 110 Tuir, non comporta, *ex se*, l'applicazione del regime di assoluta indeducibilità dei costi medesimi. La *ratio* dell'innovazione legislativa infatti non può che essere interpretata nel senso della estensione dell'applicazione retroattiva — espressamente prevista per il regime sanzionatorio introdotto dal comma 302 ⁽³⁾ — anche all'abolizione del regime di assoluta indeducibilità dei costi non separatamente indicati in dichiarazione. Una conclusione diversa — continua la Corte — risulterebbe priva di qualsiasi giustificazione razionale, aggravando retroattivamente la posizione del contribuente — già assoggettato al regime di indeducibilità dei costi non separatamente dichiarati unitamente alle connesse sanzioni previste dall'art. 1, comma 2, D.Lgs. n. 471 del 1997 — con le ulteriori sanzioni previste dai commi 302 e 303 dell'art. 1, legge n. 296 del 2006. Per queste ultime è stata prevista espressamente l'applicazione retroattiva.

L'omessa esposizione separata dei costi *black list* in dichiarazione — pur non determinandone l'ineducibilità — non costituisce, tuttavia, secondo la successiva pronuncia n. 8326, una mera violazione formale non punibile alla luce della previsione contenuta nell'art. 10, comma 3, della legge 27 luglio 2000, n. 212 (“Statuto dei diritti del contribuente”). Ciò in quanto tale violazione costituirebbe una condotta tale da ostacolare l'attività di costante monitoraggio da parte dell'Amministrazione finanziaria delle operazioni economiche intercorse con imprese aventi sede in territori *black list*. Né vale ai fini della disapplicazione delle sanzioni la presentazione della dichiarazione integrativa prevista dall'art. 2, D.P.R. 22 luglio 1998, n. 322.

L'ultima delle pronunce in commento afferma la necessità, ai fini della deducibilità dei costi *black list*, della dimostrazione delle esimenti previste dal comma 10 dell'art. 110 Tuir, a prescindere dal fatto che tali costi siano stati separatamente indicati nella dichiarazione.

Prima di soffermarci sulle conclusioni raggiunte dalla Corte, riteniamo utile ripercorre l'evoluzione della disciplina sulla deducibilità dei costi *black list*.

2. *Il regime della deducibilità dei costi derivanti da operazioni con imprese localizzate in Paesi a fiscalità privilegiata: spunti ricostruttivi.*

A pochi mesi dalla riscrittura dell'art. 110, commi 10 e 11, Tuir ad opera del D.Lgs. 14 settembre 2015, n. 147, la legge di stabilità 2016 ha eliminato le speciali limitazioni alla deducibilità dei costi cd. *black list*: con i commi da 142 a 144 dell'unico articolo della legge n. 208 del 2015, sono stati abrogati *tout court* — a partire dal periodo di imposta successivo a quello in corso al 31

⁽³⁾ Come si dirà, tale comma ha aggiunto all'art. 8, D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471, il comma 3-*bis*, applicabile, ai sensi del successivo comma 303, anche per le violazioni commesse prima dell'entrata in vigore delle legge n. 296 del 2006.

dicembre 2015 ⁽⁴⁾ — i commi da 10 a 12-*bis* del richiamato art. 110 Tuir con la conseguenza di rendere soggetti anche detti costi alle regole e ai criteri di rilevanza fiscale di carattere generale previsti dal Testo Unico per la determinazione del reddito di impresa ⁽⁵⁾.

La norma in vigore al 31 dicembre 2014 prevedeva una deroga al regime ordinario di deducibilità dei componenti negativi di reddito qualora questi derivassero da operazioni intercorse con imprese residenti ovvero localizzate in Stati o territori a fiscalità privilegiata ⁽⁶⁾. La deduzione dei predetti componenti negativi di reddito era tuttavia ammessa, ai sensi del successivo comma 11, art. 110 Tuir quando si forniva la prova che l'impresa non residente svolgeva prevalentemente un'attività economica effettiva, ovvero che le operazioni poste in essere rispondevano ad un interesse economico e avevano avuto concreta esecuzione.

In estrema sintesi, il regime delineato dall'art. 110, commi 10 e 11, Tuir prevedeva:

— una presunzione relativa di indeducibilità delle spese sostenute nei confronti di fornitori cd. *black list*;

— la possibilità di superare tale presunzione fornendo la dimostrazione dell'esistenza di almeno una delle due esimenti, rappresentate dallo svolgimento prevalente di un'effettiva attività commerciale da parte del fornitore estero ⁽⁷⁾ ovvero dal fatto che le operazioni poste in essere rispondessero ad un effettivo interesse economico e che le stesse avessero avuto concreta esecuzione.

La prova contraria richiesta dalla prima esimente non atteneva alla specifica operazione, bensì, in generale, all'attività prevalentemente svolta dall'impresa localizzata nel territorio *black list*. Quest'ultima doveva possedere i requisiti della commercialità ed effettività. In relazione a tale dimostrazione, l'Amministrazione finanziaria era intervenuta in più occasioni, fornendo un'elencazione, non esaustiva, di alcuni documenti riferiti al fornitore estero utili ai fini della dimostrazione di tale condizione ⁽⁸⁾.

⁽⁴⁾ Secondo A. TOMASSINI, "Stop all'ineducibilità dei costi con effetti anche sul passato", in *Il Sole-24 Ore* del 20 gennaio 2016, la disposizione prima contenuta nell'art. 110 inquadrava una presunzione relativa ed era quindi senz'altro da ricondurre alle norme sulle prove, le quali secondo un orientamento della Cassazione vanno considerate norme procedurali come tali applicabili retroattivamente.

⁽⁵⁾ Sul punto, v. E. DELLA VALLE, "I costi black list: cronaca di una morte improvvisa", in *Il Fisco*, 2016, 616.

⁽⁶⁾ Nonché con professionisti domiciliati in tali Stati, ai sensi del comma 12-*bis*, art. 110, Tur, aggiunto dall'art. 1, comma 6, D.L. n. 262 del 2006.

⁽⁷⁾ Su tale tematica, cfr. L. MIELE, V. RUSSO, "Deducibilità dei componenti negativi da operazioni con soggetti domiciliati in paesi a fiscalità privilegiata: l'esimente della attività commerciale effettiva", in *Rass. trib.*, 2009, 1135 ss..

⁽⁸⁾ Cfr. Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate n. 46 del 16 marzo 2004, che, sul punto, fa rinvio alla Circolare n. 29 del 23 maggio 2003 in ordine alla dimostrazione della sussistenza delle condizioni previste dall'art. 167, comma 5, lett. a), Tuir ai fini della disapplicazione della normativa *cfc*. In tale documento di prassi l'Amministrazione ha affermato che la prova del collegamento fisico di una struttura commerciale o industriale con il territorio deve essere fornita anche attraverso la produzione dei seguenti documenti: bilancio; certificazione del

La seconda esimente atteneva alla prova dell'effettivo interesse economico sotteso alla realizzazione delle operazioni con società aventi sede in Paesi *black list*, oltre che della loro concreta esecuzione. Il contribuente, dunque, doveva dimostrare non solo che la transazione avesse realmente avuto luogo, ma anche che la stessa rispondesse a precise finalità economico-gestionali. L'Amministrazione finanziaria ha sovente ancorato la sussistenza dell'effettivo interesse economico di un'operazione con imprese *black list* alla dimostrazione di una convenienza di prezzo rispetto alle alternative di mercato ⁽⁹⁾. Così, con la Risoluzione n. 46 del 2004, è stata riconosciuta la sussistenza dell'effettivo interesse economico quando il contribuente dimostrava che il fornitore residente nello Stato con regime fiscale privilegiato praticava un prezzo più basso rispetto ad altri fornitori. Alle medesime conclusioni era giunto il Comitato consultivo per l'applicazione delle norme antielusive il quale, con pareri n. 4 del 7 marzo 2006 e n. 14 del 22 marzo 2007 — ai quali fa riferimento l'Agenzia delle Entrate nella Circolare n. 1 del 26 gennaio 2009 — ha ritenuto che l'onere della prova era da ritenersi integrato per iniziativa del contribuente che aveva dimostrato la sussistenza, a parità di condizioni, di una differenza tra i prezzi di vendita praticati dal fornitore residente in un paese a fiscalità privilegiata, da un lato, ed i prezzi praticati da altri fornitori.

Le due esimenti erano alternative tra loro, nel senso che la dimostrazione dell'una era sufficiente a consentire la disapplicazione della norma. L'impresa italiana poteva cioè dimostrare la credibilità della struttura organizzativa del fornitore estero, cioè la sua capacità di svolgere un'attività commerciale effettiva, oppure la concreta esecuzione della transazione e l'interesse economico dell'impresa cliente residente a parità in essere. La stessa Amministrazione finanziaria, con la Risoluzione n. 46 del 16 marzo 2004, aveva precisato che i *“presupposti probatori indicati dalla norma sono alternativi, con la conseguenza che il contribuente può limitarsi a fornire elementi sufficienti a dimostrare la sussistenza anche di uno solo di essi”*. Ciò alla luce delle difficoltà che potrebbe avere l'impresa italiana nel reperire la documentazione necessaria a suffragare la struttura organizzativa del fornitore *black list*, soprattutto laddove essi non siano legati da un rilevante rapporto partecipativo ⁽¹⁰⁾. Il regime così sinteticamente delineato, introdotto dall'art.

bilancio; prospetto descrittivo dell'attività esercitata; contratti di locazione degli immobili adibiti a sede degli uffici e dell'attività; copia delle fatture delle utenze elettriche e telefoniche relative agli uffici e agli altri immobili utilizzati; contratti di lavoro dei dipendenti che indicano il luogo di prestazione dell'attività lavorativa e le mansioni svolte; conti correnti aperti presso istituti locali; estratti conto bancari che diano evidenza delle movimentazioni finanziarie relative alle attività esercitate; copia dei contratti di assicurazione relativi ai dipendenti e agli uffici; autorizzazioni sanitarie e amministrative relative all'attività e all'uso dei locali.

⁽⁹⁾ Sul punto, cfr. A. VIGNOLI, R. LUPI, “Costi black list: alla ricerca del ‘Burattinaio del paradiso’”, in *Dialoghi dir. trib.*, 2010, 1.

⁽¹⁰⁾ Sul punto, v. R. CORDEIRO GUERRA, “Prime osservazioni sul regime fiscale delle operazioni concluse con società domiciliate in Paesi o territori a bassa fiscalità”, in *Riv. dir. trib.*, 1992, I, 277, secondo cui tale difficoltà era “accentuata pure dalle diverse regole di

11, comma 12, legge 30 dicembre 1991, n. 413 ⁽¹¹⁾, recava una presunzione legale relativa di non effettività della transazione commerciale ⁽¹²⁾: le operazioni commerciali con soggetti non residenti aventi sede in Stati o territori con regime fiscale privilegiato erano guardate dal legislatore con grande sospetto, fino al punto di assumerne la natura meramente simulata e fittizia. Da qui il disconoscimento dell'integrale rilevanza fiscale di tutti i relativi componenti negativi. Restava la possibilità per l'impresa residente di provare il contrario, ossia la natura reale e non meramente fittizia della transazione ⁽¹³⁾, dimostrando le condizioni richieste dalla norma. La finalità perseguita era evidentemente quella di evitare che potesse realizzarsi un'artificiosa sottrazione di materia imponibile a danno dello Stato attraverso il sostenimento simulato (totale o parziale) di componenti negativi di reddito derivanti da operazioni intercorse con soggetti localizzati in Paesi a ridotta fiscalità. Tra l'altro il regime di indeducibilità previsto dalla disciplina in commento poteva condurre, nell'ipotesi in cui l'Amministrazione non ritenesse valida la dimostrazione delle esimenti da parte del contribuente, alla tassazione di una capacità

rilevazione documentale e contabile delle vicende economico-aziendali che vigono nei diversi Paesi esteri, e tanto più quelli a bassa fiscalità”.

⁽¹¹⁾ Nella prima formulazione della norma, l'ambito applicativo del regime di indeducibilità dei costi *black list* era limitato alle operazioni infragruppo. La disciplina ha subito sostanziali modifiche ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. b), legge 21 novembre 2000, n. 342, che ha esteso il regime di indeducibilità alle operazioni intercorse tra imprese residenti e imprese localizzate in territori a fiscalità privilegiata, a prescindere dalla sussistenza di un rapporto di controllo diretto o indiretto. Tale norma aveva altresì inasprito il regime di indeducibilità dei costi *black list*, prevedendo, relativamente alla prima esimente, che le imprese estere svolgessero principalmente un'attività industriale o commerciale effettiva nel paese nel quale avevano sede. L'irragionevolezza di una siffatta limitazione, che aggravava ulteriormente un regime già di per sé alquanto restrittivo, determinò, a distanza di pochi mesi dalla sua introduzione, un nuovo intervento del legislatore. Con la legge n. 448 del 2001 fu reintrodotta la disciplina previgente facendo venire meno il requisito dell'esercizio dell'attività commerciale nel mercato del Paese nel quale l'impresa estera aveva sede. Condizione, quest'ultima, che, nonostante tale abrogazione, è riaffiorata in un documento di prassi del 2009 dell'Agenzia delle Entrate. In particolare, nella Risoluzione n. 100 dell'8 aprile 2009, l'Amministrazione finanziaria ha precisato che “l'impresa estera in tanto potrà considerarsi effettivamente localizzata in territorio a fiscalità privilegiata in quanto abbia stabilito con quel territorio rapporti di tipo economico, politico, geografico e strategico”.

⁽¹²⁾ Per i primi commenti v. G. MAISTO, “Il regime tributario delle operazioni intercorse tra imprese residenti e società estere soggette a regime fiscale privilegiato”, in *Riv. dir. trib.*, 1991, I, 757 ss.; R. CORDEIRO GUERRA, “Prime osservazioni sul regime fiscale delle operazioni concluse con società domiciliate in Paesi o territori a bassa fiscalità”, in *Riv. dir. trib.*, 1992, I, 277 ss..

⁽¹³⁾ Secondo l'Amministrazione finanziaria, la disposizione di cui all'art. 110, commi 10 e 11, delinea una disciplina antielusiva la cui finalità è contrastare la distrazione di utile dall'Italia verso Paesi o territori a fiscalità privilegiata, ponendo in essere delle operazioni considerate a priori come irrilevanti ai fini fiscali. Sulla natura antievasiva della disposizione si è invece espressa la dottrina più autorevole. Cfr., sul punto, G. ZIZZO, “Regole generali sulla determinazione del reddito d'impresa. L'imposta sul reddito delle persone fisiche”, in *Giurisprudenza sistematica di diritto tributario*, diretta da F. TESAURO, Utet, Tomo II, 1994, 583; D. STEVANATO, “Il corrispettivo pattuito e le condizioni di mercato nella dimostrazione dell'effettivo interesse economico delle transazioni con imprese residenti in paesi *black list*”, in *GT-Riv. giur. trib.*, 2010, 903 ss.. Secondo quest'ultimo la categoria dell'elusione è del tutto fuori luogo posto che il contribuente non aggira il sorgere del presupposto imponibile, sfruttando imperfezioni normative; piuttosto il suo comportamento mira all'occultamento dell'imponibile, contabilizzando ed esponendo in dichiarazione costi per transazioni commerciali mai avvenute, o avvenute per corrispettivi più bassi di quelli dichiarati.

economica inesistente, avendo quest'ultimo effettivamente sostenuto i costi oggetto di recupero.

Trattandosi di una presunzione legale di simulazione, la stessa non poteva che avere carattere relativo, sebbene la possibilità di prova contraria fosse stata circoscritta e tipizzata dal legislatore.

Al fine di consentire al contribuente di fornire la dimostrazione delle esimenti richieste dalla norma, il comma 11 dell'art. 110 poneva, in capo all'Amministrazione finanziaria, l'obbligo di notificare all'interessato un apposito avviso prima di procedere all'emissione dell'avviso di accertamento nonché di indicare in maniera specifica, nella motivazione dell'atto impositivo, le ragioni dell'eventuale mancato accoglimento delle deduzioni difensive fornite dal contribuente ⁽¹⁴⁾.

La norma richiedeva altresì la separata indicazione di detti costi nella dichiarazione dei redditi. Prima delle modifiche apportate dalla legge finanziaria per il 2007, l'indicazione separata dei componenti negativi in esame costituiva condizione autonoma e necessaria, ancorché non sufficiente, ai fini della deducibilità degli stessi ⁽¹⁵⁾. Tale previsione faceva discendere da una violazione formale delle significative e sproporzionate conseguenze di ordine sostanziale, ovvero l'indeducibilità dei costi *black list*, con conseguente applicazione del regime sanzionatorio previsto dall'art. 1, comma 2, D.Lgs. n. 471 del 1997. E ciò a prescindere dalla sussistenza della prova delle esimenti richiesta dalla norma per superare la presunzione di indeducibilità.

Tale condizione è venuta meno per effetto delle modifiche apportate dalla legge n. 296 del 2006 (in particolare, art. 1, comma 302), la quale, pur mantenendo l'obbligo della separata indicazione di tali costi nella dichiarazione, ha introdotto una sanzione pecuniaria attraverso l'aggiunta del comma 3-bis all'art. 8, D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 471.

Tale comma prevede ancora oggi, nonostante l'abrogazione del regime di indeducibilità descritto, l'applicazione di una sanzione amministrativa pari al 10 per cento dell'importo complessivo dei componenti negativi non indicati,

⁽¹⁴⁾ Sul punto, cfr. E. CERIANA, "Il mancato rispetto della procedura dell'art. 110, comma 11, del Tuir determina la nullità dell'avviso di accertamento", in *Rass. trib.*, 2010, 225; L. MIELE, "Costi black list e difesa del contribuente", in *Corr. trib.*, 2010, 1097.

⁽¹⁵⁾ Su tale adempimento, anche in relazione alla connessa questione della emendabilità della dichiarazione, v. G. MOSCHETTI, "Di un caso di sproporzionato rigore interpretativo: a proposito di costi con imprese site in Paradisi fiscali e di possibilità correttive", in *Riv. dir. trib.*, 2006, I, 971 ss.. Va ricordato che l'Amministrazione finanziaria aveva ritenuto possibile, considerata la funzione della norma di cui all'art. 110, comma 1, Tuir, chiaramente eccezionale e preordinata a supportare l'efficacia dell'azione di controllo, la presentazione di una dichiarazione integrativa, con separata indicazione dei costi derivanti dalle operazioni con paesi *black list*, a condizione che non fossero iniziati accessi, ispezioni o verifiche. Tale conclusione deriverebbe, secondo l'Agenzia, non dalla previsione contenuta nei commi 8 e 8 bis, art. 2, D.P.R. n. 322 del 1998, bensì dal principio di emendabilità della dichiarazione e da quello di tutela dell'affidamento e della buona fede previsto dallo Statuto dei diritti del contribuente. In realtà, prima dell'abrogazione disposta dalla legge finanziaria 2007, l'emendabilità della dichiarazione discendeva proprio dalla previsione di cui all'art. 2, comma 8-bis, D.P.R. n. 322 del 1998, atteso che l'indicazione dei costi nella dichiarazione — sottraendo gli stessi al regime di indeducibilità — determinava una modifica della dichiarazione a favore del contribuente (sul punto, cfr. Cass., 14 ottobre 2015, n. 20635).

con un minimo di 500,00 ad un massimo di 50.000,00 euro. Sanzione confermata — come accennato — anche dagli interventi normativi che recentemente hanno interessato la disciplina in commento e sui quali si tornerà *infra*.

3. *La separata indicazione dei costi black list nella dichiarazione.*

Si è detto in precedenza che la legge n. 296 del 2006, pur eliminando la previsione che subordinava la deducibilità dei costi *black list* alla loro indicazione nella dichiarazione, aveva comunque mantenuto l'obbligo di tale indicazione, sanzionando la sua omissione separata. Il comma 303 dell'art. 1 dell'anzidetto provvedimento aveva altresì introdotto una disciplina di carattere transitorio che sanciva l'applicabilità della sanzione introdotta dal comma 302 anche alle violazioni commesse prima dell'entrata in vigore della legge n. 296, sempre che il contribuente fornisse la prova di cui all'art. 110, comma 11, Tuir, precisando, altresì, che restava ferma, in tal caso, l'applicazione della sanzione di cui all'art. 8, comma 1, D.Lgs. n. 471 del 1997 ⁽¹⁶⁾.

Dunque, con riferimento all'applicazione di sanzioni derivanti dalla mancata indicazione in dichiarazione dei costi *black list*, in assenza di prove delle circostanze esimenti, oltre al recupero della maggiore imposta derivante dall'ineducibilità del costo, si assisteva ad un regime differenziato in relazione al tempo in cui era commessa la violazione:

— per le violazioni commesse sino al 31 dicembre 2006 era applicabile la sola sanzione per infedele dichiarazione, in quanto l'applicazione della nuova sanzione (*i.e.*, quella di cui all'art. 8, comma 3-*bis*, D.Lgs. n. 471 del 1997) era subordinata alla dimostrazione delle esimenti;

— per le violazioni commesse dal 1° gennaio 2007, si rendeva applicabile tanto la sanzione per infedele dichiarazione quanto quella introdotta con la legge finanziaria 2007.

Tale disciplina transitoria era riferibile, *expressis verbis*, solo al regime sanzionatorio e non anche a quello recato dal comma 301, che aveva abolito la condizione della separata annotazione dei costi *black list* ai fini della loro deducibilità. Tuttavia, la Corte di Cassazione, interpretando in maniera sistematica ed unitaria i contenuti della riforma del 2007, ha evidenziato l'irragionevolezza di un sistema che avrebbe aggravato oltremodo la posizione del contribuente, sottoposto, in relazione alla medesima condotta (*i.e.*, l'omessa indicazione dei costi nella dichiarazione dei redditi), tanto alla conseguenza dell'ineducibilità del costo — a prescindere dalla dimostrazione delle esimenti — quanto alla sanzione amministrativa pecuniaria ⁽¹⁷⁾. Secondo la

⁽¹⁶⁾ Si tratta della sanzione fissa per le violazioni relative al contenuto e alla documentazione delle dichiarazioni.

⁽¹⁷⁾ La stessa Amministrazione finanziaria, nella Circolare n. 46 del 3 novembre 2009, aveva rilevato che la violazioni commessa prima dell'entrata in vigore della legge finanziaria

Corte la *ratio* del cumulo delle sanzioni (quella prevista dall'art. 8, comma 3-*bis*, D.Lgs. n. 471 del 1997 e quella prevista dal comma 1 del medesimo articolo) — introdotto, *prima facie*, dal legislatore — deve individuarsi nell'intenzione di quest'ultimo di consentire retroattivamente la deducibilità dei costi *black list* ritualmente documentati, pur in presenza dell'omissione dell'obbligo dichiarativo. Secondo la Cassazione, la previsione dell'applicazione in via cumulata delle due sanzioni per il solo regime transitorio “*trovando ragion d'essere solo sul presupposto della estensione della retroattività anche dell'abolizione del previgente regime di indeducibilità, la legittima a sua volta, finendo, così, con il costituire clausola di chiusura dell'intera disciplina*”⁽¹⁸⁾. Conclude, dunque, la Corte che, quanto ai profili di diritto transitorio, le violazioni dell'obbligo di separata indicazione dei costi poste in essere prima dell'entrata in vigore della legge n. 296 del 2006 non comportano (di per se stesse) l'applicazione del regime di assoluta indeducibilità dei costi medesimi e di connessa sanzionabilità *ex art.* 1, comma 2, D.Lgs. n. 471 del 1997.

Nella prospettiva della Corte, inoltre, la sanzione amministrativa introdotta dalla legge n. 296 è sempre irrogabile, non essendo qualificabile come mera violazione formale ai sensi dell'art. 10, comma 3, della legge 27 luglio 2000, n. 212 (“Statuto dei diritti del contribuente”) e a nulla valendo la presentazione della dichiarazione integrativa ai sensi dell'art. 8, D.P.R. n. 322 del 1998.

In ordine alla prima questione, l'art. 10, comma 3, dello Statuto stabilisce che “*le sanzioni non sono comunque irrogate quando la violazione ... si traduce in una mera violazione formale senza alcun debito di imposta*”. Con tale disposizione, il legislatore ha inteso escludere la punibilità ogniqualvolta il comportamento del contribuente, seppure in violazione di specifici obblighi di legge, non dia luogo in concreto ad alcun debito di imposta.

La disposizione statutaria deve tuttavia essere coordinata con la previsione di cui all'art. 6, comma 5-*bis*, D.Lgs. n. 472 del 1997. Si tratta di una disposizione introdotta dall'art. 7, D.Lgs. 26 gennaio 2001, n. 32, emanato in attuazione della delega contenuta nell'art. 16 dello Statuto, secondo cui il Governo avrebbe dovuto emanare le disposizioni correttive delle leggi tributarie vigenti strettamente necessarie a garantirne la coerenza con i principi desumibili dalle disposizioni dello stesso Statuto.

Il comma in questione così dispone: “*non sono inoltre punibili le violazioni che non arrecano pregiudizio all'esercizio delle azioni di controllo e non*

per il 2007 non fosse più di ostacolo alla deducibilità dei costi in esame, qualora il contribuente avesse provato le esimenti richieste dalla norma.

⁽¹⁸⁾ In senso analogo, Cass., 11 febbraio 2015, n. 2612, cit. In senso contrario, Cass., 4 aprile 2012, n. 5398, la quale, interpretando in modo strettamente letterale l'art. 1, comma 303, legge n. 296 del 2006, ha riconosciuto la retroattività del solo regime sanzionatorio.

incidono sulla determinazione della base imponibile, dell'imposta e sul versamento del tributo".

Al di là della questione legata alla comparabilità delle due norme — sulla quale non si intende soffermarsi in questa sede — è evidente che l'art. 6, comma 5, D.Lgs. n. 472 del 1997, ai fini dell'esclusione della punibilità, individua una serie di condizioni negative. Viene richiesto, infatti, che la violazione:

- non arrechi pregiudizio all'esercizio delle azioni di controllo;
- non incida sulla determinazione della base imponibile, dell'imposta e sul versamento del tributo.

La Corte, nella sentenza n. 8326, fa leva proprio sull'aspetto della idoneità dell'omessa indicazione dei componenti negativi in questione ad ostacolare l'attività di costante monitoraggio da parte dell'Amministrazione finanziaria delle operazioni economiche intercorse con i fornitori *black list*. Ciò farebbe escludere che la sanzione in oggetto possa essere qualificata come mera violazione formale.

Né vale, ai fini della disapplicazione delle sanzioni, la presentazione della dichiarazione integrativa. In questo caso, la Cassazione fornisce un'interpretazione restrittiva dell'art. 8, D.P.R. n. 322 del 1998, affermando — a nostro avviso in modo non rispondente alla formulazione letterale della norma — l'estraneità del meccanismo della dichiarazione integrativa rispetto all'omessa indicazione in dichiarazione dei costi *black list* e valorizzando altresì la locuzione "salva l'applicazione delle sanzioni" posto all'inizio dell'art. 2, comma 8, D.P.R. n. 622 del 1998 ⁽¹⁹⁾.

4. *L'evoluzione più recente della disciplina della deducibilità dei costi black list.*

Prima dell'abrogazione ad opera delle legge di stabilità 2016, lo speciale regime previsto dal Tuir per i costi *black list* era stato oggetto di una rilevante modifica ad opera del cd. "Decreto internazionalizzazione" ⁽²⁰⁾ attraverso l'introduzione, in luogo dell'indeducibilità *tout court* dei costi in questione, di un limite alla deducibilità costituito dal loro valore normale, ferma restando la possibilità di superare tale limite fornendo la dimostrazione che "*le opera-*

⁽¹⁹⁾ L'Amministrazione finanziaria aveva precisato, nella Circolare n. 46 del 2009, che, in caso di presentazione di dichiarazione integrativa prima della formale conoscenza di un'attività di controllo, si applicherebbe la sanzione prevista dall'art. 8, comma 1, D.Lgs. n. 471 del 1997. Se invece la dichiarazione integrativa viene presentata successivamente, allora si renderebbe applicabile la sanzione di cui al successivo comma 3-bis del medesimo art. 8. E ciò in relazione a violazioni commesse sia anteriormente che successivamente alla modifica introdotta dalla legge n. 296 del 2006. Equiparando, in tal modo, in maniera impropria, la dichiarazione rettificativa con la disciplina del ravvedimento operoso alla quale, come noto, prima delle modifiche apportate dalla legge 23 dicembre 2014, n. 190, non poteva farsi ricorso qualora fosse iniziata un'attività di controllo da parte dell'Amministrazione finanziaria.

⁽²⁰⁾ Applicabile a partire dal periodo di imposta in corso al 7 ottobre 2015.

zioni poste in essere rispondono ad un effettivo interesse economico e che le stesse hanno avuto concreta esecuzione”.

Tale intervento normativo ha profondamente modificato il regime dei costi *black list* che, da un generale divieto di deducibilità, superabile attraverso la dimostrazione delle esimenti richieste dalla norma, sono transitati, limitatamente al periodo di imposta 2015, ad un regime di generale deducibilità, seppur entro il limite costituito dal valore normale di cui all’art. 9 del Tuir, a meno che non si dimostri, oltre che la concreta esecuzione dell’operazione, anche l’effettivo interesse economico della medesima ⁽²¹⁾.

L’ultimo momento rilevante di tale ricostruzione è costituito dalla Legge di Stabilità 2016. Come anticipato, essa ha abrogato il regime di indeducibilità dei costi derivanti da rapporti commerciali con fornitori *black list* con la conseguenza che, a decorrere dal periodo di imposta 2016, essi sono sempre deducibili qualora risultino verificati i requisiti generali richiesti dal Testo Unico in relazione ai componenti negativi di reddito.

In relazione a tale abrogazione, talune osservazioni possono formularsi in relazione alla sanzione introdotta nel 2006.

Innanzitutto, è da rilevare che nessun intervento è stato apportato al regime sanzionatorio previsto dall’art. 8, comma 3-*bis*, D.Lgs. n. 471 del 1997, nonostante la violazione che tale sanzione punisce non è più tale, essendo venuto meno l’obbligo di indicare separatamente i costi *black list* nella dichiarazione dei redditi.

Proprio tale circostanza dovrebbe condurre all’inapplicabilità della sanzione anche in relazione a periodi di imposta precedenti in cui era in vigore l’obbligo di separata indicazione in dichiarazione di tali costi. Ciò in applicazione del principio del c.d. *favor rei*, di cui all’art. 3, comma 2, D.Lgs. n. 472 del 1997, secondo cui “*salvo diversa previsione di legge, nessuno può essere assoggettato a sanzioni per un fatto che, secondo una legge posteriore, non costituisce violazione punibile. Se la sanzione è già stata irrogata con provvedimento definitivo il debito residuo si estingue, ma non è ammessa ripetizione di quanto pagato*”. Del resto la stessa Amministrazione finanziaria, con la Circolare concernente le “[d]isposizioni generali in materia di sanzioni amministrative per le violazioni di norme tributarie” ⁽²²⁾ ha precisato che la “*disposizione di cui al comma 2 trova applicazione sia nei casi in cui la legge posteriore si limiti ad abolire la sola sanzione, lasciando in vita l’obbligatorietà del comportamento prima sanzionabile, sia nell’ipotesi in cui venga eliminato un obbligo strumentale e, quindi, solo indirettamente la previsione sanzionatoria*”.

⁽²¹⁾ È venuta meno con tale innovazione l’esimente dello svolgimento da parte del fornitore *black list* di un’effettiva attività commerciale.

⁽²²⁾ Circolare n. 180 del 10 luglio 1998 dell’Agenzia delle Entrate.

MASSIME

Imposta valore aggiunto (IVA) — Accertamento — Attribuzioni e poteri degli uffici IVA — Richiesta di dati, notizie, documenti — Dati acquisiti dalla Guardia di Finanza nel corso di un'indagine penale — Autorizzazione dell'autorità giudiziaria all'utilizzazione ai fini fiscali — Portata.

In tema di accertamenti tributari, l'autorizzazione dell'autorità giudiziaria alla Guardia di Finanza, ai sensi dell'art. 33, comma 3, del D.P.R. n. 600 del 1973, all'utilizzazione ai fini fiscali di dati rilevati nel corso di un'indagine penale include anche la loro trasmissione all'Agenzia delle entrate.

Cassazione civile, sez. trib., 27 gennaio 2016, n. 1464, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Imposta reddito persone fisiche (IRPEF) — Oggetto dell'imposta — Redditi diversi — Capital gains — Facoltà di rideterminazione del valore di una partecipazione non negoziata nei mercati non regolamentati — Successiva cessione di una quota — Disciplina sopravvenuta — Possibilità di chiedere una nuova determinazione — Quota residua — Meccanismo di compensazione introdotto dal D.L. n. 70 del 2011 — Conseguenze.

In tema di imposta sostitutiva sui “*capital gains*”, nel caso in cui il contribuente, dopo essersi avvalso, ai sensi dell'art. 5 della L. n. 448 del 2001, della facoltà di determinazione alla data del 1 gennaio 2002 del valore di una partecipazione non negoziata nei mercati non regolamentati, abbia ceduto una quota di tale partecipazione, la rideterminazione del valore della partecipazione alla data del 1 gennaio 2003, come consentito dall'art. 2 del D.L. n. 282 del 2002, è possibile soltanto per la quota rimasta in possesso del contribuente, mentre per la quota ceduta il valore della partecipazione resta irrimediabilmente fissato in misura proporzionale al valore determinato per l'intera partecipazione alla data del 1 gennaio 2002. Ne consegue che, con il meccanismo della “compensazione”, introdotto dal D.L. n. 70 del 2011, è possibile scomputare dall'imposta dovuta per la nuova rivalutazione quella già versata per il precedente, mentre per le situazioni anteriori è ammesso il rimborso dell'imposta pagata in passato nei limiti dell'importo dovuto a seguito del nuovo affrancamento.

Cassazione civile, sez. trib., 29 gennaio 2016, n. 1683, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Imposta valore aggiunto (IVA) — Territorialità dell'imposta — Cessioni di beni — Cessione di beni esistenti nel territorio nazionale eseguita dal cedente residente nello Stato nei confronti di cessionario extracomunitario privo di codice identificativo IVA — Operazione intracomunitaria — Esclusione — Obblighi fiscali del cedente italiano — Fondamento.

In tema di IVA, la cessione di beni esistenti sul territorio nazionale eseguita dal cedente residente nello Stato italiano nei confronti di cessionario extracomunitario privo di codice identificativo IVA non costituisce una cessione all'esportazione, non essendo i beni usciti dal territorio comunitario, né una cessione intracomunitaria non imponibile, non essendo il soggetto cessionario residente in alcun Paese membro e, dunque, neppure soggetto passivo IVA, ma integra una comune cessione di beni sul territorio nazionale, sicché il cedente italiano è tenuto ad emettere fattura nei confronti del cessionario extracomunitario, con applicazione dell'aliquota IVA italiana, che grava sul prezzo di vendita del bene corrisposto dall'acquirente.

Cassazione civile, sez. trib., 17 febbraio 2016, n. 3099, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Tributi locali — Imposta comunale immobili (ICI) — Piattaforme petrolifere — Soggezione all'imposta — Fondamento — Determinazione della base imponibile — Criteri.

In tema d'ICI, sono sottoposte all'imposta e classificabili nella cat. D/7, attesa la loro riconducibilità al concetto d'immobile ai fini civili e fiscali, suscettibilità di accatastamento e idoneità a produrre reddito proprio, le piattaforme petrolifere, la cui base imponibile, in mancanza di rendita catastale, è costituita, secondo i criteri stabiliti nell'art. 7, comma 3, penultimo periodo, del D.L. n. 333 del 1992, convertito in L. n. 359 del 1992, dall'ammontare, al lordo delle quote di ammortamento, che risulta dalle scritture contabili.

Cassazione civile, sez. trib., 24 febbraio 2016, n. 3618, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Tributi locali — Rifiuti solidi urbani — Rifiuti da imballaggi terziari — Regime giuridico applicabile — Assimilabilità ai rifiuti speciali — Fondamento — Conseguenze.

In tema di TARSU, i rifiuti degli imballaggi terziari, nonché quelli da imballaggi secondari (nel regime applicabile “*ratione temporis*” fino all’abrogazione del D.Lgs. n. 22 del 1997 per effetto dell’art. 264 del D.Lgs. n. 152 del 2006), non possono essere assimilati dai comuni ai rifiuti solidi urbani ove non sia attivata la raccolta differenziata, ma ad essi si applica la disciplina stabilita per i rifiuti speciali dall’art. 62, comma 3, del D.Lgs. n. 507 del 1993, il quale rapporta la tassa alle superfici dei locali occupati o detenuti, stabilendo l’esclusione della sola parte della superficie in cui, per struttura e destinazione, si formino esclusivamente rifiuti speciali.

Cassazione civile, sez. trib., 11 marzo 2016, n. 4793, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Imposta valore aggiunto (IVA) — Disposizioni per particolari categorie di contribuenti — Attività agricola — Regime fiscale di “esonero” agevolato — Presupposti — Onere probatorio del soggetto che intenda avvalersene — Adempimenti del cessionario dei prodotti agricoli.

In tema di IVA, il regime di “esonero” agevolato nel campo dell’agricoltura, previsto dall’art. 34, comma 6, del D.P.R. n. 633 del 1972, costituisce uno speciale regime di esenzione, per il quale il soggetto che intenda avvalersene ha l’onere di dimostrare la sussistenza dei relativi presupposti di fatto e giuridici; tale onere probatorio si trasferisce sul cessionario dei prodotti agricoli che, ove intenda applicare il regime dell’“esonero”, è tenuto a provvedere alla regolarizzazione dell’operazione di acquisto senza emissione di fattura, ai sensi dell’art. 6, commi 8 e 9, del D.Lgs. n. 471 del 1997, dovendo in caso contrario applicare il regime IVA ordinario.

Cassazione civile, sez. trib., 18 marzo 2016, n. 5408, Giustizia Civile Massimario 2016

* * *

Imposte in genere — Accertamento.

In tema di transfer pricing incombe sull’amministrazione l’onere di dimostrare che un’operazione antieconomica realizzata tramite una controllata o controllante con sede all’estero costituisce reddito. Vale la regola fondamentale secondo cui la prova dell’elusione e dei suoi presupposti grava sull’ufficio che intende operare le rettifiche. Non sussiste l’automatismo secondo cui un’operazione antieconomica costituisce reddito.

Cassazione civile, sez. trib., 6 aprile 2016, n. 6656, Diritto & Giustizia 2016, 8 aprile (nota di: BUSCEMA)

* * *

Esattore ed esazione delle imposte — Notifiche.

L'onere di provare in contenzioso la regolarità della notifica di una cartella esattoriale incombe sempre sull'Amministrazione finanziaria, anche se sono passati più di cinque anni. L'agente della riscossione può esibire soltanto la relata di notifica (in caso di utilizzo del messo) o l'avviso di ricevimento (in caso di utilizzo della raccomandata a/r), restando esclusi altri strumenti alternativi, quali per esempio la schermata del tracking online del servizio postale o altre attestazioni equipollenti.

Cassazione civile, sez. trib., 8 aprile 2016, n. 6887, Diritto & Giustizia 2016, 13 aprile (s.m.) (nota di BUSCEMA)

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMUNITARIO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Giurisprudenza di fiscalità internazionale e comunitaria

Sulla nozione di stabile organizzazione personale in presenza di *commissionaire agreements* (nota alla sentenza dell'Audiencia Nacional – Dell Products Ltd v. Amministrazione finanziaria spagnola, 8 giugno 2015) (di ROSSELLA SPADA)

L'8 giugno 2015 l'*Audiencia Nacional*, organo giurisdizionale centrale competente per specifiche materie, ha confermato la decisione del Tribunale Economico Amministrativo Centrale (*Tribunal Económico Administrativo Central*) del 15 marzo 2012. Nello specifico i Giudici hanno stabilito che le attività poste in essere da una società controllata spagnola, formalmente qualificata come commissionario, configurano una stabile organizzazione personale della società controllante irlandese ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 1 (sede fissa di affari) e paragrafo 5 (agente dipendente) della Convenzione contro le doppie imposizioni in vigore tra Spagna e Irlanda.

Il caso di specie riguardava il gruppo multinazionale Dell, noto per la produzione di personal computer, il quale articolava il proprio *business* attraverso una complessa struttura commerciale. Di fatto una società irlandese, c.d. *shell company* in quanto priva di personale dipendente e di risorse materiali, acquistava prodotti da una seconda società irlandese per poi commercializzarli in Europa tramite una rete di società affiliate. I rapporti con queste ultime erano regolati da appositi *commissionaire agreements*.

Oggetto dell'attento scrutinio da parte dell'*Audiencia Nacional* sono stati i rapporti intercorrenti tra la società irlandese e la controllata spagnola. I Giudici, segnatamente, hanno ritenuto che la prima disponesse in Spagna di una stabile organizzazione in quanto ne hanno riscontrato tutti i presupposti, i.e. una "sede fissa di affari mediante la quale l'impresa esercita in tutto o in parte la sua attività". La società irlandese, infatti, sebbene non possedesse locali propri sul territorio spagnolo, né a titolo di proprietà né ad altro titolo, aveva comunque a sua completa disposizione le strutture appartenenti alla

controllata spagnola. Allo stesso modo, la Corte ha osservato come tutte le risorse umane e materiali della società controllata spagnola fossero *de facto* utilizzate in modo stabile e continuativo a supporto del *business* irlandese, *e.g.* attività di marketing, promozione, logistica, servizi post-vendita, gestione del sito internet di vendita spagnolo ecc. La nozione di “*sede fissa di affari*” secondo la Corte deve esser interpretata alla luce dell’obiettivo ultimo della nozione stessa di stabile organizzazione che, appunto, è quello di assoggettare a tassazione i profitti generati da un soggetto non residente quando esso svolge un’attività economica in modo stabile e continuativo in un determinato territorio.

La Corte, più precisamente, ha riconosciuto l’esistenza in Spagna di una stabile organizzazione personale della società irlandese ai sensi della disposizione convenzionale sopra richiamata. Tale previsione richiede che un soggetto, il quale agisce per conto di un’impresa estera, abbia ed abitualmente eserciti in uno Stato contraente il potere di concludere contratti in nome dell’impresa estera. Nel caso esaminato, sebbene i contratti di vendita fossero conclusi dalla società spagnola spendendo il proprio nome, essi risultavano vincolanti per la società irlandese che era proprietaria dei beni ceduti. La Corte sul punto ha chiarito che l’espressione utilizzata nell’articolo 5, paragrafo 5 della Convenzione Spagna-Irlanda, *i.e.* agire per conto di un’impresa concludendo contratti in nome della stessa, dovesse esser interpretata adottando un approccio sostanzialistico. Secondo i giudici tale disposizione non richiede necessariamente la “rappresentanza diretta” intesa come vincolo giuridico esistente tra il committente, *i.e.* società irlandese, e i clienti terzi, bensì risulta sufficiente l’esistenza di un vincolo all’adempimento del contratto da parte della società estera. La Corte ha altresì osservato che la società spagnola non potesse esser qualificata come agente indipendente in quanto operava esclusivamente secondo le direttive e seguendo le istruzioni della controllata irlandese.

I giudici spagnoli hanno infine statuito che tutti i ricavi generati dalle vendite effettuate in Spagna dalla società irlandese dovessero essere attribuiti alla stabile organizzazione, escludendo le sole commissioni pagate alla società spagnola nonché le spese ad essa direttamente attribuibili.

L’*Audiencia Nacional*, a differenza del Tribunale Economico Amministrativo Centrale, ha ritenuto priva di rilievo la questione relativa alla configurabilità di una c.d. stabile organizzazione virtuale; questo nonostante la società spagnola si occupasse, attraverso il proprio personale dipendente, della gestione delle pagine web, della revisione dei contenuti, e in generale, dell’amministrazione del sito internet spagnolo; sebbene il server non fosse situato nel territorio spagnolo. La Corte si è limitata a riportare incidentalmente quanto già osservato dalla dottrina ovvero che il sito web, inteso come una combinazione di *software* e dati elettronici, non rappresenta qualcosa di tangibile e, pertanto, non può essere considerato “*sede fissa di affari*”. Diversamente, un server, sul quale il sito internet viene memorizzato e

attraverso il quale esso diviene accessibile, potrebbe costituire una sede fissa di affari in determinate circostanze.

La decisione dell'*Audiencia Nacional* dell'8 giugno 2015 sembra allinearsi alle conclusioni rappresentate dall'OCSE all'interno dell'*Action 7 "Preventing artificial avoidance of permanent establishment status"* del Progetto BEPS. Questa azione, infatti, ha ad oggetto lo studio e l'aggiornamento della nozione di stabile organizzazione. L'obiettivo è quello di porre un freno a quelle pratiche, delle quali i *commissionaire arrangements* ne sono un esempio, che permettono di evitare l'applicazione dell'articolo 5 delle Convenzioni, *i.e.* individuazione di una stabile organizzazione, pur in presenza di soggetti che sostanzialmente concludono contratti per conto di una società estera. La Corte spagnola, coerentemente con questa impostazione, ha ritenuto preferibile, al fine di valutare l'esistenza di una stabile organizzazione, utilizzare un approccio sostanzialistico legato all'effettiva sostanza economica delle operazioni compiute che tenesse in considerazione il luogo in cui il valore è stato creato.

Il testo integrale della sentenza è reperibile sul sito www.fiscal-impuestos.com/sites/fiscal-impuestos.com/files/NFJ059322.pdf

MASSIME (*)

***Massimario di giurisprudenza della Corte di Giustizia
delle Comunità europee***

* * *

« *Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 135, paragrafo 1, lettera a) — Esenzione in materia di assicurazioni — Nozioni di operazioni di “assicurazione” e di “prestazioni di servizi relative a dette operazioni, effettuate dai mediatori e dagli intermediari di assicurazione” — Servizi di liquidazione dei sinistri forniti in nome e per conto di un assicuratore* ». Ricorso pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE.

L'articolo 135, paragrafo 1, lettera *a*), della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, dev'essere interpretato nel senso che servizi di liquidazione di sinistri, come quelli di cui al procedimento principale, forniti da un terzo in nome e per conto di un'impresa di assicurazione, non rientrano nell'esenzione prevista da tale disposizione.

Sentenza del 17 marzo 2016, causa C-40/15, Aspiro SA reperibile sul sito <http://curia.eu.int/it>.

* * *

« *Fiscalità — IVA — Articolo 4, paragrafo 3, TUE — Direttiva 2006/112/CE — Insolvenza — Procedura di concordato preventivo — Pagamento parziale dei crediti IVA* ». Ricorso pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE.

L'articolo 4, paragrafo 3, TUE nonché gli articoli 2, 250, paragrafo 1, e 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, non ostano a una normativa nazionale, come quella di cui al procedimento principale, interpretata nel senso che un imprenditore in stato di insolvenza può presentare a un giudice una domanda di apertura di una procedura di concordato preventivo, al fine di saldare i propri debiti mediante la liquidazione del suo patrimonio, con la quale proponga di pagare solo parzialmente un debito dell'imposta sul valore aggiunto attestando, sulla base dell'accertamento di un esperto indipendente,

(*) Massime a cura di Alessandro Savorana.

che tale debito non riceverebbe un trattamento migliore nel caso di proprio fallimento.

Sentenza del 7 aprile 2016, causa C-546/14, Degano Trasporti S.a.s., reperibile sul sito <http://curia.eu.int/it>.

* * *

« Libertà di stabilimento — Articolo 49 TFUE — Normativa di uno Stato membro che impone agli enti creditizi l'obbligo di comunicare all'amministrazione tributaria determinate informazioni relative agli attivi di clienti deceduti, ai fini della riscossione dell'imposta sulle successioni — Applicazione di detta normativa alle succursali aventi sede in un altro Stato membro in cui il segreto bancario vieta, in linea di principio, tale comunicazione ». Ricorso pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE.

L'articolo 49 TFUE deve essere interpretato nel senso che non osta alla normativa di uno Stato membro che impone agli enti creditizi aventi sede sociale in tale Stato membro di dichiarare alle autorità nazionali gli attivi depositati o gestiti presso le loro succursali non indipendenti stabilite in un altro Stato membro, in caso di decesso del titolare di tali attivi residente nel primo Stato membro, qualora il secondo Stato membro non preveda alcun obbligo di dichiarazione analogo e gli enti creditizi siano ivi assoggettati ad un segreto bancario la cui violazione è sanzionata penalmente.

Sentenza del 14 aprile 2016, causa C-522/14, Sparkasse Allgäu, reperibile sul sito <http://curia.eu.int/it>.

* * *

« Convenzione di Roma — Legge applicabile — Fusione transfrontaliera — Direttiva 78/855/CEE — Direttiva 2005/56/CE — Fusione per incorporazione — Protezione dei creditori — Trasferimento dell'intero patrimonio attivo e passivo dalla società incorporata alla società incorporante ». Ricorso pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE.

1) Il diritto dell'Unione deve essere interpretato nel senso che:

— la legge applicabile, in seguito ad una fusione per incorporazione transfrontaliera, all'interpretazione, all'esecuzione delle obbligazioni nonché ai modi d'estinzione di un contratto di prestito, del tipo dei contratti di prestito di cui trattasi nel procedimento principale, concluso dalla società incorporata, è la legge che era applicabile a tale contratto prima della suddetta fusione;

— le disposizioni che regolano la protezione dei creditori della società incorporata, in un caso come quello di cui trattasi nel procedimento principale, sono quelle della legislazione nazionale a cui era soggetta tale società.

2) L'articolo 15 della terza direttiva 78/855/CEE del Consiglio, del 9 ottobre 1978, basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa alle fusioni tra società per azioni, come modificata dalla direttiva 2009/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, deve essere interpretato nel senso che tale disposizione conferisce diritti ai portatori di titoli diversi dalle azioni, forniti di diritti speciali, ma non all'emittente di tali titoli.

Sentenza del 7 aprile 2016, causa C-483/14, Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group, reperibile sul sito <http://curia.eu.int/it>.

Normativa e documenti di fiscalità internazionale e comunitaria

Trattati in materia fiscale recentemente stipulati e/o modificati dall'Italia.

Il 4 dicembre 2015 durante una seduta del Consiglio dei Ministri sono stati approvati due disegni di legge aventi ad oggetto, uno la ratifica ed esecuzione della Convenzione contro le doppie imposizioni tra Italia e Repubblica di Panama, l'altro la ratifica ed esecuzione dell'Accordo tra Italia e Armenia sulla cooperazione e sulla mutua assistenza in materia doganale stipulato a Yerevan in data 6 marzo 2009.

La Convenzione tra Italia e Panama, sottoscritta in data 30 dicembre 2010, sebbene sia stata ratificata dalla Repubblica panamense già nel maggio 2011 non è ancora stata ratificata dall'Italia. Questo ritardo ha comportato il fatto che oggi l'Italia sia sfornita dello strumento giuridico, individuabile nell'articolo 26 della Convenzione, necessaria per poter richiedere all'amministrazione finanziaria della Repubblica panamense le informazioni riguardanti gli italiani coinvolti nel caso dei c.d. *Panama Papers*. Tale *impasse* diventerebbe superabile solo con lo scambio delle ratifiche, necessario per l'entrata in vigore della Convenzione.

L'Accordo tra Italia e Armenia, invece, ha ad oggetto l'attività di assistenza e di cooperazione tra le Autorità doganali degli Stati interessati. Esso è finalizzato ad assicurare il rispetto delle legislazioni in materia doganale con l'intento di agevolare gli scambi commerciali tra i Paesi.

In data 20 aprile 2016, inoltre, è avvenuta la ratifica e esecuzione del Protocollo che modifica la Convenzione tra Italia e Confederazione svizzera per evitare le doppie imposizioni che ha ad oggetto lo scambio di informazioni in ambito fiscale.

Si segnala da ultimo che in data 15 aprile 2015 è stato approvato dalla Camera dei deputati il disegno di legge “*Norme recanti il regime fiscale speciale in relazione ai rapporti con il territorio di Taiwan*” che ha come obiettivo quello di contrastare la doppia imposizione nelle relazioni economiche tra Italia e Taiwan. Quest’ultimo essendo uno Stato *de facto* non costituisce un’entità politica autonoma; di talché, non essendo possibile stipulare un trattato internazionale, si è ritenuto opportuno adottare una normativa domestica ispirata ai modelli convenzionali dell’OCSE. Questa auto delimitazione della potestà impositiva italiana è comunque condizionata all’adozione, da parte di Taiwan, di una regolamentazione interna con contenuti analoghi.

* * *

Accordo sulla trasparenza fiscale tra Unione europea e Principato di Monaco.

Il 22 febbraio 2016 l’UE e Monaco hanno siglato un nuovo accordo di trasparenza fiscale. L’accordo prevede che Monaco e gli Stati membri dell’UE si scambieranno automaticamente le informazioni sui conti finanziari dei residenti dal 2018. Le informazioni saranno raccolte con decorrenza dal 1 gennaio 2017. La firma formale del nuovo accordo è prevista prima dell’estate. L’accordo riflette la volontà politica del Principato di Monaco di muoversi verso una maggiore trasparenza fiscale. In base al nuovo accordo, gli Stati membri riceveranno i nomi, gli indirizzi, i numeri di identificazione fiscale e le date di nascita dei loro residenti con i conti nel Principato di Monaco, così come alcune altre informazioni finanziarie, tra cui saldi dei conti. La procedura prevista è conforme al nuovo standard globale dell’OCSE e del G20 sullo scambio automatico di informazioni. Si ricorda che l’UE ha firmato accordi simili nel 2015 con la Svizzera, San Marino, Liechtenstein e, nel 2016, con Andorra.

Per approfondimenti: http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-381_en.htm.

* * *

Proposta della Commissione europea sulla trasparenza fiscale pubblica per le multinazionali.

La Commissione europea ha presentato il 12 aprile 2016 una proposta che prevede nuovi obblighi di rendicontazione pubblica per le maggiori imprese nell’UE.

La proposta è volta ad aumentare la responsabilità fiscale delle grandi imprese senza comprometterne la competitività. Nel mirino ci sono migliaia di grandi imprese attive nell'UE, mentre non sarebbero interessate le piccole e medie imprese.

In sintesi, la proposta presentata modifica la direttiva "contabile" (direttiva 2013/34/UE) imponendo ai grandi gruppi l'obbligo di pubblicare ogni anno una relazione in cui dichiarano gli utili e le imposte maturate e versate in ogni Stato membro, con una ripartizione per paese. L'informazione resterà disponibile per cinque anni. L'obbligo di divulgazione riguarda anche informazioni contestuali utili ai fini di un'analisi esaustiva (quali fatturato, numero di effettivi e natura delle attività) per ogni paese UE in cui la società è attiva e per le giurisdizioni fiscali che non rispettano le norme di buona *governance* fiscale (i cosiddetti paradisi fiscali). Le società saranno inoltre tenute a produrre dati riguardanti le loro attività in altre giurisdizioni fiscali nel resto del mondo.

L'obbligo di rendicontazione pubblica paese per paese si fonda, integrandolo, sulle recenti iniziative della Commissione in materia di lotta all'elusione fiscale, al fine di incentivare le imprese a pagare le imposte nel luogo in cui sono generati i profitti.

L'obbligo di rendicontazione si inserisce, inoltre, nell'intento di acquisire una migliore visione dei sistemi fiscali degli Stati membri e contribuisce a individuare le lacune e le asimmetrie esistenti mettendo maggiormente in luce le cause e le conseguenze dell'elusione fiscale delle società.

Maggiori informazioni si possono reperire sul sito: http://ec.europa.eu/finance/company-reporting/country-by-country-reporting/index_en.htm#cbr-tax.

ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

Lo scenario internazionale

A giudicare dall'andamento dei mercati, il primo trimestre 2016 ha presentato un andamento diviso nettamente in due: fino all'inizio di febbraio ha prevalso una valutazione pessimistica dell'andamento complessivo dell'economia mondiale, riflessasi in ulteriori deprezzamenti delle materie prime e in un ritorno della volatilità sui mercati azionari ai livelli che avevano caratterizzato l'estate 2015. Il violento movimento dei mercati a inizio 2016 è stato molto probabilmente accentuato da un assestamento dei portafogli dei fondi sovrani dei paesi esportatori di materie prime; inoltre, potrebbe essere stato amplificato da fattori idiosincrasici (per esempio relativi al settore bancario europeo), ma è certo che l'incertezza sull'andamento dell'economia mondiale abbia giocato un ruolo cruciale, creando un clima sfavorevole all'assorbimento della pressione di vendita da parte delle altre categorie di investitori. In effetti, l'andamento dei dati macroeconomici ha prevalentemente deluso le attese in Europa, Stati Uniti e Cina. Negli Stati Uniti si è anche tradotto in una crescita molto modesta del PIL nel primo trimestre (0,1% t/t), mentre in Europa non ha impedito una variazione robusta (0,6% t/t), probabilmente amplificata da fattori erratici. Da febbraio, comunque, si è osservato un graduale ma netto miglioramento su diversi fronti: corsi delle materie prime, indici e volatilità azionaria, flussi di capitale verso i paesi emergenti (nettamente positivi in marzo e aprile). Come le turbolenze di inizio anno erano state accompagnate da dati deludenti, così la successiva ripresa è associata a un bilancio dei dati economici americani più positivo. Tuttavia, il miglioramento non si è esteso al flusso di dati europei e cinesi che nel corso del mese di marzo.

Il clima più costruttivo che ha caratterizzato i mercati nell'ultimo bimestre è più in sintonia con le nostre valutazioni sullo scenario macroeconomico complessivo. La nostra tesi era, e rimane, che la crescita della domanda interna nei paesi avanzati rende quest'ultimi più resilienti di fronte al rallentamento delle esportazioni verso le economie emergenti. In effetti, è indubbio che la debolezza della domanda espressa dalle economie emergenti abbia frenato significativamente la crescita delle economie avanzate nel 2015. Fra il 2001 e il 2015, la crescita annua dell'export verso i maggiori paesi emergenti ha rappresentato in media lo 0,2% del PIL nominale negli Stati

Uniti e lo 0,5% in Germania; nel quarto trimestre 2015, il contributo è diventato negativo, e pari rispettivamente a -0,4% e -0,3% del PIL nominale su base annua. Poiché la dinamica è andata peggiorando nel corso dell'anno scorso, è probabile che nel 2016 il contributo sia mediamente più sfavorevole rispetto al 2015. D'altronde, la recessione si sta rivelando più grave del previsto in Brasile, i flussi commerciali verso la Cina faticano a riprendersi e i paesi produttori di petrolio non possono contare su serie prospettive di ripresa dei prezzi. Il ritorno dell'Iran sulla scena economica non è sufficiente nell'immediato a compensare tali fattori negativi.

Tuttavia, l'andamento della domanda interna nelle economie avanzate continua a beneficiare di una combinazione favorevole di condizioni monetarie molto accomodanti, politiche fiscali neutrali o leggermente espansive e crescita occupazionale. Quest'ultima, in particolare, garantisce all'economia una certa inerzia anche di fronte a shock negativi. Lo scenario più probabile è che la crescita dei consumi e delle costruzioni consenta di ammortizzare l'effetto di freno derivante dall'assestamento delle importazioni dei paesi emergenti a nuovi e più bassi livelli, che dovrebbe completarsi nei prossimi mesi, fornendo poi la base per una futura riaccelerazione.

Peraltro, la turbolenza finanziaria di inizio 2016 ha indotto le Banche centrali in un caso a rinviare un rialzo dei tassi già atteso (Federal Reserve) e in altri casi ad annunciare nuove misure di stimolo monetario (BCE, Banca del Giappone), portando a condizioni monetarie ovunque più accomodanti del previsto. I tassi a lungo termine sono attualmente più bassi rispetto ai livelli di fine 2015 sia in Europa, sia negli Stati Uniti. Tuttavia, è probabile che quest'anno la crescita non acceleri rispetto al 2015 né nell'Eurozona, né negli Stati Uniti.

Le ultime misure espansive di politica monetaria si scontrano con un clima sempre più scettico riguardo alla loro efficacia nel produrre effetti sulla domanda aggregata. La percezione negativa è stata accentuata dal rafforzamento che hanno subito euro e yen sulla scia delle misure di allentamento della Banca del Giappone e della BCE e in generale dalla convinzione che il canale di trasmissione che passa attraverso il deprezzamento del cambio sia ormai precluso. Inoltre, le statistiche monetarie hanno ampiamente dimostrato che l'espansione della base monetaria viene in larga misura sterilizzata da una variazione compensativa dei moltiplicatori monetari, che ne preclude anche la trasmissione agli aggregati creditizi. Tuttavia, il taglio dei tassi a livelli negativi e gli acquisti di attività finanziarie hanno comunque effetti positivi sul servizio del debito di operatori non finanziari privati e pubblici, migliorando la solidità finanziaria e la redditività dei primi e consentendo ai secondi di adottare politiche fiscali più accomodanti. Inoltre, se gli investimenti delle imprese hanno avuto quasi ovunque un andamento deludente nel 2015, alcune componenti della domanda aggregata sensibili ai tassi di interesse stanno però rispondendo alle condizioni finanziarie favorevoli (costruzioni, consumi di beni durevoli). La dinamica degli investimenti po-

trebbe migliorare quest'anno nell'Eurozona, sia per le condizioni finanziarie eccezionalmente favorevoli, sia per gli incentivi fiscali adottati da alcuni paesi (Francia, Italia). Lo spostamento permanente di quote rilevanti di debito pubblico dai bilanci degli investitori privati a quelli delle banche centrali potrebbe anche essere utile in futuro per facilitare l'adozione di soluzioni strutturali alla riduzione del debito — sebbene questa strada sia quasi impossibile nel contesto istituzionale dell'Eurozona.

La percezione di una ripresa debole dipende anche dal fatto che l'attuale fase di crescita continua a poggiare soprattutto sul terziario, che nel 2015 ha fornito un contributo superiore alla media storica nell'Eurozona e negli Stati Uniti e che tipicamente è meno coperto dall'informazione statistica rispetto al manifatturiero. Negli Stati Uniti il fenomeno è più marcato che in Europa, anche per la perdita di competitività che l'industria ha subito per il rafforzamento del cambio. D'altronde, a prezzi costanti il 57% della crescita dei consumi delle famiglie americane ha riguardato i servizi — percentuale che sale a oltre il 90% a prezzi correnti — e per il 24% i beni durevoli. A parità di altri fattori, l'ulteriore spostamento della domanda finale sui servizi implica una minore attivazione di produzione totale e un minore assorbimento di importazioni. Anche questo potrebbe contribuire a spiegare la contrazione del commercio internazionale nel 2015 (-1877 miliardi di dollari nominali secondo i dati WTO). Un altro fattore importante è costituito dal minor valore dei flussi di petrolio greggio, che da solo spiega circa un quinto del calo osservato lo scorso anno.

È probabile che nei prossimi mesi si parli sempre di più di rischio politico per i paesi avanzati. Nell'Unione Europea si intrecciano la consultazione referendaria britannica, prevista il 23 giugno, e il rinnovo di molti parlamenti nazionali fra il 2016 e il 2017, fra i quali quelli tedesco e francese. In Europa, i governi che hanno gestito la crisi del debito uno dopo l'altro vengono puniti dagli elettori, che però in questa fase storica risultano troppo divisi per concentrarsi su un'alternativa di governo. Perciò, si moltiplicano i casi di ingovernabilità (Spagna) e di esecutivi o privi di maggioranza parlamentare stabile (Irlanda), o legati a maggioranze risicate (Portogallo, Grecia). L'area di instabilità potrebbe allargarsi nel 2017 alla Germania, considerando la crescente frammentazione del quadro politico tedesco. Questa deriva, che si associa a una focalizzazione sempre più domestica dell'attività dei governi, renderà improbabile qualsiasi programma di riforma di ampia portata, a livello nazionale e soprattutto a livello di Unione Europea, e indebolirà la capacità di risposta dell'Unione agli shock esterni, come l'ondata migratoria. Tuttavia, la paralisi sul fronte del rinnovamento non ha necessariamente ripercussioni negative sull'andamento corrente dell'economia europea. Al contrario, un voto a favore dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea presenta un potenziale destabilizzante per i mercati, anche se occorreranno

molti anni prima che possa tradursi in pratica, perché l'ampio consenso sulle conseguenze economiche negative e l'incertezza sull'esito dei negoziati di recesso avrebbero effetti immediati su movimenti di capitale, scelte di investimento e cambio della sterlina.

Inoltre, questo è anche un anno di elezioni presidenziali negli Stati Uniti, e l'inatteso successo che Trump riscuote in campo repubblicano sta creando una crescente preoccupazione dentro e fuori il paese per il rischio (forse basso, ma a priori non irrilevante) che la politica estera statunitense possa tornare a essere un fattore destabilizzante, come all'epoca della seconda guerra del Golfo.

Le prospettive dell'economia italiana

Il 2015 è stato un anno di svolta per l'economia italiana, il primo di crescita dal 2011. Tuttavia, la ripresa ha gradualmente perso slancio in termini congiunturali nel corso dell'anno (0,4% t/t nel primo trimestre, 0,3% t/t in primavera, 0,2% t/t nel trimestre estivo e 0,1% t/t a fine anno (recentemente rivisto a 0,2%). Di conseguenza, la crescita media nel 2015 ha parzialmente deluso le attese, risultando pari a 0,8% in termini grezzi e 0,6% se corretta per i giorni lavorativi (tre in più rispetto al 2014). Il maggior responsabile dell'affievolimento della dinamica di crescita è il contributo delle scorte, che è passato dal +0,8% t/t d'inizio anno al +0,1/0,2% t/t dei trimestri centrali al -0,4% t/t di fine anno. In particolare, la domanda domestica finale (al netto dei magazzini), dopo essere cresciuta di appena 0,1% t/t in media nella prima parte del 2015 (come nel secondo semestre 2014), è poi accelerata a 0,4% t/t nella seconda metà dell'anno scorso: sebbene non si possa certo parlare di "boom", da oltre cinque anni la nostra economia non registrava un contributo così positivo dalla domanda interna.

Nel primo trimestre 2016, la variazione congiunturale del PIL è tornata a + 0,3%. In prospettiva, la possibilità di un'accelerazione della crescita è tutt'altro che svanita. Grazie all'ulteriore recupero di potere d'acquisto (+ 2,1% previsto nel 2016, massimo da 15 anni) e occupazione (stimiamo +0,9% nel 2016 come nel 2015), i consumi delle famiglie possono mantenere un ritmo di crescita di 0,3% t/t nel 2016, in linea con quello visto in media nel 2015. Il settore delle costruzioni sta confermando i segnali di ripresa visti nel corso del 2015: la produzione nel comparto è cresciuta dell'1,2% t/t nell'ultimo trimestre dell'anno; inoltre, la capacità di accesso al mercato immobiliare, misurata dall'*affordability ratio*, è risultata nel 2015 la più favorevole da quando è disponibile una serie storica comparabile ovvero dal 2000. Servizi e costruzioni mostrano ancora un andamento positivo del clima di fiducia.

Le maggiori incertezze riguardano gli investimenti delle imprese e le esportazioni. Gli investimenti in macchinari e attrezzature, si sono contratti in tre dei quattro trimestri del 2015 nonostante la ripresa della domanda

finale; in effetti, la loro ripresa sta risultando nell'attuale fase ciclica inferiore a quella che si poteva prevedere sulla base di un semplice "modello dell'acceleratore", forse perché la redditività delle imprese non finanziarie non è molto più alta rispetto ai minimi di fine 2014 — inizio 2015. Tuttavia, le aspettative delle imprese sull'andamento dell'economia, l'allentamento delle condizioni al credito e il maxi-ammortamento sui nuovi beni strumentali acquistati dal 15 ottobre 2015 a fine 2016 dovrebbero favorire una modesta ripresa.

A inizio 2016, il commercio in particolare con i Paesi extra-UE è tornato a frenare decisamente, compensato soltanto in parte dalla componente UE. A fronte di una stabilizzazione dei flussi verso la Russia e la Cina, peggiora l'andamento dell'export verso i paesi OPEC e rallenta la crescita del mercato statunitense, che era stata galoppante nel 2015. C'è inoltre da notare che la significativa spinta all'export derivante dal deprezzamento del tasso di cambio che si era avuta nel 2015 non sarà di aiuto nel 2016. Nel 2016 il commercio con l'estero potrebbe frenare la crescita per almeno un decimo di punto percentuale (dopo i tre decimi sottratti al PIL 2015), nel contesto di un rallentamento per entrambi i flussi commerciali.

In sintesi, per effetto di queste spinte contrastanti riteniamo che la crescita su base congiunturale del PIL possa migliorare rispetto a fine 2015, ma non significativamente rispetto alla media del 2015: ci aspettiamo uno 0,3% t/t in media nell'anno (da uno 0,25% del 2015), per una crescita media annua di 1,0-1,2%. I segnali arrivati dalla produzione industriale nel primo trimestre e dalle indagini congiunturali per il secondo sono abbastanza confortanti.

TABELLA 1 - *La crescita economica per area geografica*

	2013	2014	2015	2016	2017
Stati Uniti	1.5	2.4	2.4	1.9	2.3
Giappone	1.4	-0.1	0.5	0.5	0.8
Area Euro	-0.2	0.9	1.5	1.6	1.6
Europa Orientale	1.8	1.3	-0.6	0.8	2.1
America Latina	2.5	1.0	-0.6	-0.8	1.7
OPEC	2.3	2.6	1.5	1.6	3.1
Asia Orientale	6.1	6.3	6.0	5.8	6.0
Africa	3.1	4.1	3.3	3.2	4.0
Crescita mondiale	3.3	3.4	3.1	3.1	3.6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

TABELLA 2 - Previsioni macroeconomiche sull'Italia

	2015	2016	2017	2015		2016		2017			
	(prev.)	(prev.)		3	4	1(p)	2(p)	3(p)	4(p)	1(p)	2(p)
PIL (prezzi 2010, a/a)	0.6	1.2	1.4	0.8	1.1	1.0	1.0	1.3	1.5	1.5	1.5
- var.ne % t/t				0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Consumi delle famiglie	0.9	1.3	1.2	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
Consumi collettivi	-0.7	0.3	0.3	0.2	0.6	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Investimenti fissi	0.6	1.5	2.2	0.2	0.8	-0.1	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
Importazioni	5.8	1.8	3.6	-0.2	1.0	-0.4	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9
Esportazioni	4.1	1.2	3.6	-1.3	1.3	-0.8	1.0	0.9	0.8	0.9	1.0
Contributo alla crescita:											
Commercio estero	-0.3	-0.1	0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1
Domanda finale interna	0.5	1.1	1.1	0.4	0.4	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Prezzi al consumo (a/a)	0.0	0.1	1.3	0.2	0.2	-0.1	-0.3	0.0	0.5	1.3	1.3
Disoccupazione (%)	11.9	11.2	10.8	11.5	11.5	11.4	11.4	11.2	11.0	10.9	10.8
Reddito disponibile reale	0.8	1.3	1.4								
Tasso di risparmio	8.3	7.9	8.1								
Partite correnti (% PIL)	2.1	2.3	1.9								
Saldo della P.A. (% del PIL)	-2.6	-2.4	-1.7								
Debito pubblico (% del PIL)	132.7	132.6	131.2								

TABELLA 3 - Proiezioni sui tassi IRS

	29/4/2016	Giu-2016	Set-2016	Dic-2016	Mar-2017
Refi	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Euribor 3 mesi	-0.25	-0.34	-0.34	-0.34	-0.34
2 anni	-0.14	0.00	0.10	0.05	0.05
5 anni	0.07	0.20	0.35	0.30	0.30
10 anni	0.66	0.75	1.00	1.05	1.05
30 anni	1.24	1.30	1.60	1.65	1.60
Spread: 10-2 anni	80	75	90	100	100

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

TABELLA 4 - *Proiezioni sui cambi*

	3/5/2016	3m	6m	12m
EUR/USD	1.1559	1.08	1.08	1.13
USD/JPY	105.80	120	125	122
GBP/USD	1.4723	1.42	1.48	1.55
EUR/CHF	1.1005	1.10	1.11	1.12
EUR/SEK	9.1762	9.40	9.20	9.10
EUR/NOK	9.2482	9.50	9.10	8.90
EUR/DKK	7.4417	7.45	7.45	7.46
USD/CAD	1.2480	1.27	1.25	1.23
AUD/USD	0.7591	0.68	0.72	0.75
NZD/USD	0.7012	0.60	0.65	0.68
EUR/JPY	122.34	126	134	138
EUR/GBP	0.7849	0.74	0.73	0.73

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

ANALISI DI BILANCIO

FERRARESE P., MANCIN M., MARCON C., SOSTERO U., *L'analisi economico-finanziaria di bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2016, pagg. n. 456, 37,00 euro.

Nel tempo è divenuto indubbio come l'analisi di bilancio rappresenti una fase informativa essenziale per i diversi portatori d'interessi nell'impresa al fine di conoscere e valutare in un dato momento lo stato patrimoniale-finanziario della medesima, nonché le *performance* dalla stessa conseguite. In questo solco, si inserisce il presente volume, nel quale vengono illustrati i diversi strumenti da impiegare per svolgere una corretta analisi del bilancio d'esercizio (dalla riclassificazione dei prospetti contabili, alla costruzione e analisi dei flussi finanziari, al calcolo e all'interpretazione dei diversi indici di bilancio). Per una maggiore incisività pratica, il volume si contraddistingue, tra l'altro, per: *i*) la presenza di numerose esemplificazioni numeriche; *ii*) lo stretto collegamento degli strumenti di analisi con gli schemi di bilancio previsti dalla normativa civilistica (alla luce delle modifiche introdotte dal Legislatore con il D.Lgs. del 18 agosto 2015, n. 139) e con quelli "liberi" accolti dai principi contabili internazionali IAS/IFRS; nonché *iii*) l'impiego di schemi di analisi volti a favorire il raccordo tra le grandezze riportate nel rendiconto finanziario e quelle utilizzate nel calcolo degli indici di bilancio. In questo ambito, il volume per completezza si caratterizza altresì per l'approfondimento, attraverso specifica analisi empirica, degli schemi e degli indici di bilancio impiegati dalla pratica professionale nazionale all'interno dei documenti che compongono o corredano i bilanci redatti secondo le disposizioni contabili rispettivamente civilistiche (così come interpretate/integrate dai principi contabili emanati dall'OIC) e emergenti dagli IAS/IFRS.

DIRITTO COMMERCIALE

CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI RIUNITI DI FIRENZE, PISTOIA E PRATO, *Orientamenti dell'Osservatorio sul diritto societario*, Ipsoa, Milano, 2016, pagg. n. 480, 35,00 euro.

Sulla scia di quanto svolto da altri Consigli Notarili Distrettuali, il

volume raccoglie più di una cinquantina di orientamenti in materia di diritto societario assunti dall'Osservatorio sul diritto societario del Consiglio Notarile dei Distretti riuniti di Firenze, Pistoia e Prato, offrendo, tenuto conto delle modificazioni nel frattempo intercorse nella normativa, agli operatori del diritto (dottori commercialisti, avvocati e notai *in primis*) un'utile strumento di riflessione, prima ancora che professionale, sull'interpretazione da dare a tematiche quotidiane quali quelle riguardanti: *i*) le operazioni che coinvolgono il capitale proprio, nonché le operazioni straordinarie; *ii*) la disciplina in materia di *start up*, in parte, come noto, ampiamente derogatoria rispetto a regole tipiche del diritto societario; *iii*) il pignoramento e il sequestro della partecipazione sociale, nonché la disciplina della messa in "mora del socio", con tutte le conseguenti sanzioni sul piano sociale; *iv*) le dinamiche inerenti al recesso del socio, ivi compresa la fattispecie del cd. "recesso consensuale"; *v*) la disciplina assembleare e segnatamente delle disposizioni attinenti il rinvio dell'assemblea e la possibilità di introdurre negli statuti *quorum* assembleari costitutivi e deliberativi variabili; *vi*) l'assetto amministrativo della S.r.l. e l'ammissibilità di deleghe gestionali disciplinate ampiamente dallo statuto nonché di poteri di veto in capo a singoli amministratori.

DIRITTO DEL LAVORO

GUARINIELLO R., *Il Testo Unico sicurezza sul lavoro commentato con la giurisprudenza*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2016, pagg. n. 1418, 70,00 euro.

Nell'ambito dell'evoluzione normativa, fatti tragici del passato hanno sicuramente contribuito a rafforzare la disciplina sulla sicurezza sul lavoro, la quale a oggi risulta fortemente articolata, coinvolgendo diversi operatori. In questo quadro, si inserisce la nuova edizione del volume di Raffaele Guariniello, la quale offre a tutti coloro — professionista, RSPP, ASPP, datore di lavoro — che, in virtù dei compiti o ruoli di rilievo ricoperti nell'impresa o sul cantiere, la legge attribuisce obblighi e responsabilità in materia di sicurezza sul lavoro i diversi orientamenti assunti nel tempo dalla magistratura su casi concreti. Il volume si caratterizza quindi per un'articolata selezione della giurisprudenza della Corte di Cassazione in tema di sicurezza del lavoro, con una sintesi da parte dell'Autore di casi pratici e decisioni esposta con un linguaggio chiaro e attento alle esigenze professionali. La giurisprudenza è distribuita per articoli e per allegati del Testo Unico sulla sicurezza sul lavoro, con sentenze relative anche alle norme rilevanti del codice penale, ed è preceduta da sommari utili a una consultazione pratica e immediata. Infine, il volume è corredato per una maggiore facilità di consultazione anche da indice cronologico della giurisprudenza.

DIRITTO DELLE PROCEDURE CONCORSUALI

FRASCAROLI SANTI E., *Il diritto fallimentare e delle procedure concorsuali*, Cedam, Padova, 2016, pagg. n. 704, 57,00 euro.

Il volume offre un'analisi sistematica dei vigenti procedimenti concorsuali e ne inquadra la struttura e la finalità alla luce degli obiettivi innovativi evidenziati nelle più recenti riforme in materia fallimentare, senza trascurare, peraltro, i necessari collegamenti con i precedenti storici e la disciplina previgente. In questo quadro, la trattazione svolta dall'Autore, non manca di ricomprendere la procedura sulla composizione delle crisi da sovraindebitamento, riservata al debitore civile, la cui disciplina presenta i caratteri della concorsualità. È bene sottolineare come il volume consideri le diverse modificazioni intercorse nel recente passato, a far tempo dal D.L. n. 83/2012 (cd. "Decreto sviluppo") fino alla cd. "Miniriforma" attuata con il D.L. n. 83/2015 e ai successivi D.Lgs. n. 180/2015 e n. 181/2015 (in tema di insolvenza degli enti creditizi), nonché alle significative modifiche o integrazioni in materia concorsuale apportate dal nuovo Regolamento della Commissione Europea delle procedure di insolvenza n. 848/2015.

MORESCHINI G., *I contratti pendenti nel concordato preventivo*, Collana Il nuovo fallimento, Giuffrè Editore, Milano, 2016, pagg. n. 188, 22,00 euro.

La disciplina sui contratti pendenti nel concordato preventivo, introdotta dal D.L. n. 83/2012 (cd. "Decreto sviluppo"), è stata recentemente oggetto di modifiche da parte del Legislatore con il D.L. n. 83/2015, che, nel cercare di colmare lacune particolarmente avvertite in letteratura, ha consegnato all'interprete una regolazione della materia disorganica. Infatti, diversamente da quanto previsto nella procedura fallimentare, gli effetti prodotti dall'apertura di un concordato preventivo sui rapporti giuridici preesistenti sono disciplinati attraverso il combinato disposto di un complesso di norme inserite, in modo asistemico, nel tessuto della legge fallimentare. Le difficoltà interpretative della materia sono, inoltre, amplificate e condizionate dall'incertezza derivante dall'attuale regolamentazione della procedura concordataria. Ciò premesso, il volume, attraverso un'analisi sistematica della disciplina, si propone di offrire all'operatore professionale le possibili soluzioni pratiche dei problemi individuati, ricostruendo i molteplici e variegati orientamenti emersi in giurisprudenza e in dottrina.

DIRITTO PENALE D'IMPRESA

SANTI F., *Modelli e responsabilità degli enti. I reati commessi nell'interesse o vantaggio di società*, Collana Teoria e pratica del diritto - società e fallimento, Giuffrè Editore, Milano, 2016, pagg. n. 392, 36,00 euro.

È ormai trascorso diverso tempo dall'introduzione nell'ordinamento italiano del D.Lgs. 231/2001, con il quale si è affiancato alla persona fisica, quale nuovo possibile autore di reati, il soggetto collettivo (l'ente), il che consente di verificare l'impatto che tale normativa ha generato a livello economico e gestionale. In particolare, negli orientamenti assunti a livello giurisprudenziale e dottrinale in materia di responsabilità dell'ente, il punto critico è ravvisato nell'"organizzazione", quando il *deficit*, che potrebbe connotarla, favorisce una politica aziendale che non esclude la commissione di determinati reati come veicolo di affermazione dell'ente. Ciò premesso, il volume, conscio di tale aspetto, concentra la propria analisi sul momento dell'"organizzazione", affidata *in primis* al vertice aziendale, inteso in coloro a cui è deputata la funzione amministrativa dell'impresa, e sulla quale devono esercitare l'attività di controllo i diversi organi a tal fine deputati, in base allo specifico modello di *governance* aziendale adottato. Il metodo seguito dall'Autore nella propria analisi è quello di procedere dal punto di vista dell'operatore economico, chiamato per l'appunto a stabilire se e in quale misura adattare la struttura dell'ente, al fine di scongiurare il rischio di non conformità alle norme (rischio legale) e le conseguenze negative comportanti la responsabilità per reati commessi nell'interesse o vantaggio dello stesso da persone fisiche qualificate da un particolare rapporto con esso. In questo senso, il volume si propone all'operatore professionale come uno strumento completo sulla materia, che affronta nel dettaglio tutti gli aspetti della medesima dall'inquadramento giuridico, ai modelli di organizzazione, agli organismi di vigilanza fino alle responsabilità amministrativa e penale, con particolare riferimento alle ultime novità normative in materia di reati di autoriciclaggio e di reati ambientali.

DIRITTO TRIBUTARIO

LOCONTE S., SELMITTO E. (a cura di), *Il nuovo processo tributario. Commento al d.lgs. 31 dicembre 1992, n. 546, come modificato dal d.lgs. 24 settembre 2015, n. 156, in vigore dal 1° gennaio 2016*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2016, pagg. 476, 55,00 euro.

Proprio per la sua incisività, la recente riforma — volta a realizzare un sistema fiscale più equo, trasparente e orientato alla crescita — che ha coinvolto il processo tributario necessita di un'accurata analisi. Uno spunto in proposito è proposto dagli Autori con il presente volume il quale, fondandosi

su un'analisi strutturata e organica della normativa sul contenzioso tributario, dà particolare risalto alle modifiche recate dal D.Lgs. n. 156/2015, offrendo un quadro completo dell'attuale fisionomia del contenzioso tributario e, nel contempo, tentando di coniugare chiarezza espositiva alla complessità tecnico-giuridica della normativa. Tenuto conto della magmaticità della materia il volume si correda di una sezione *on-line* di aggiornamento normativo giurisprudenziale e di prassi, quale efficace supporto per tutti gli operatori professionali.

FALSITTA V. E., *Un contributo allo studio della collaborazione volontaria*, Giuffrè Editore, Milano, 2016, pagg. 154, 20,00 euro.

L'istituto della cd. "collaborazione volontaria" (meglio conosciuto con la locuzione inglese "*voluntary disclosure*") ha visto nel corso della sua breve storia l'emersione di una serie di molteplici problematiche applicative, che, molto spesso, ha comportato da parte degli operatori professionali una propensione ad attendere "lumi" da parte dell'Amministrazione finanziaria, al fine di evitare di incorrere in possibili contestazioni. In questo quadro, l'Autore si interroga anzitutto sulle motivazioni che hanno condotto di fatto a consegnare l'intera materia della collaborazione volontaria alle determinazioni officiose dell'Agenzia delle Entrate, arrivando a concludere come, purtroppo, la ragione di base sia da ricondurre a un Legislatore superficiale e influenzato dal "basso", il quale ha preferito, ancora una volta, il "raccolto immediato di finanza" all'opportunità di coniugare con intelligenza "semina e raccolto". Ciò premesso, l'Autore nella propria riflessione si sofferma poi sull'impianto normativo della Legge n. 186/2014, al fine di dare evidenza dei punti di forza del medesimo in termini di importante operazione culturale, avente a oggetto la raccolta di relevantissimi dati e conoscenze tecniche funzionali al contrasto dell'evasione fiscale e al miglioramento della relazione cittadino-erario.

ATTENZIONE!

L'APERTURA DELLA CONFEZIONE A LATO COMPORTA L'ACQUISTO DEL PRODOTTO

Nota per i rivenditori:

L'eventuale accettazione della resa del prodotto è subordinata all'integrità della confezione

LICENZA D'USO SOFTWARE

Il presente contratto intercorre tra l'utente (persona fisica o giuridica) e l'editore.

L'installazione del programma fornito a corredo comporta l'accettazione dei termini del presente contratto.

Il prodotto viene concesso in licenza, non viene venduto, e può essere utilizzato solo dai possessori del fascicolo al quale è stato allegato.

I contenuti del disco sono oggetto di proprietà intellettuale ed industriale.

L'utente ha diritto di usare una sola copia dell'incluso programma software su un singolo computer. Il software non può essere utilizzato in rete, dato in locazione, leasing o comodato a un altro utente, né essere decodificato, decompilato o disassemblato.

L'editore può risolvere il presente contratto, senza per questo pregiudicare altri suoi diritti, se l'utente non si attiene alle condizioni e alle clausole del presente contratto.

L'editore garantisce che il CD-ROM è privo di difetti materiali e di fabbricazione, per un periodo di un anno dalla data di consegna.

L'editore non è responsabile per i danni diretti ed indiretti comunque subiti dal licenziatario o da terzi (inclusi, senza limitazioni, il danno per perdita o mancato guadagno, fermo dell'attività, perdite economiche o di informazioni) in dipendenza dell'uso o del mancato uso del programma o dei suoi contenuti.

La responsabilità dell'editore per i difetti o vizi sarà limitata previa restituzione del prodotto:

- alla sostituzione del prodotto con altro non difettoso.

Vengono fatti salvi ulteriori diritti del licenziatario.

Per qualsiasi controversia sarà competente esclusivamente il Foro di Milano.

REQUISITI MINIMI DI SISTEMA

PC con Microsoft™ Windows™ XP o superiore

1 Gb di memoria RAM

Lettore CD-ROM

Risoluzione consigliata 1024x768

Acrobat® Reader 6 o superiore (con modulo Search)

ISTRUZIONI PER L'INSTALLAZIONE

Inserire il CD-ROM nel lettore ottico; la procedura partirà automaticamente.

In caso contrario da Windows™ scegliere *Avvio*, *Esegui* e digitare D:AUTORUN.EXE (dove D: è la lettera relativa all'unità CD-ROM), quindi fare click su OK.

Per maggiori informazioni sulle modalità d'uso, consultare la voce *Istruzioni* dalla pagina principale dell'applicazione.

CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2016

Unione europea	€ 140,00
Paesi extra unione europea	€ 210,00
Prezzo di un singolo numero	€ 35,00

(Extra U.E. € 53,00)

Sconto 10% per gli iscritti agli Ordini professionali, Associazioni professionali, Università.

Le annate arretrate a fascicoli, dal 2011 fino al 2015, sono disponibili fino ad esaurimento scorte.

RIVISTA ON-LINE ALL'INTERNO DI "BIBLIOTECA RIVISTE" DAL 1975

U.E. abbonato € 41,00* non abbonato € 115,00*

*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 "abbonato" alla rivista cartacea garantisce un accesso al contenuto dal 1 gennaio 2016, o da qualunque data successiva di sottoscrizione, fino al 31 dicembre 2016.

La sottoscrizione dell'abbonamento "non abbonato" alla rivista cartacea 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	€ 150,00	€ 225,00
Diritto del commercio internazionale	€ 150,00	€ 225,00
Giurisprudenza commerciale	€ 180,00	€ 270,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 140,00	€ 210,00
Rivista delle società	€ 145,00	€ 217,00

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);
- mediante **carta di credito** (VISA - MASTERCARD - EUROCARD - CARTA SI), precisando: numero, scadenza, data di nascita;
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè** a ciò autorizzati (cfr. pagine gialle).

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 "Dott. A. Giuffrè Editore SpA" Via Busto Arsizio, 40 - 20151 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)



Rivista associata all'Unione della Stampa Periodica Italiana

Pubblicità inferiore al 45%
Tipografia «MORI & C. Sp.A.» Via F. Guicciardini 66, 21100 Varese