

*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 LXXIII

N. 2 - Aprile-Giugno 2022



ORDINE DEI  
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI  
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O

# RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

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

 **GIUFFRÈ**  
GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

### COMITATO DIRETTIVO

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

### COMITATO SCIENTIFICO

PAOLO ANDREI - LUIGI BORRÈ - GIORGIO BRUNETTI - FABIO BUTTIGNON SILVANO CORBELLA - FRANCO DALLA SEGA - MARA FACCIO - GIOVANNI MARIA GAREGNANI - GIORGIO GOTTI - PIETRO MAZZOLA - FRANCESCO 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 - NICOLÒ ZANGHI
- ALTRI TEMI IN MATERIA ECONOMICO-AZIENDALE: MASSIMILIANO NOVA
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE: MARIO NOTARI - MARCO VENTORUZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCURSALE: ALESSANDRO SOLIDORO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA: ENRICO BASILE - LUCA TROYER
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA: FRANCESCO TUNDO - GIUSEPPE ZIZZO
- GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE: GIUSEPPE MARINO

**ALTRI TEMI D'INTERESSE PER LA PROFESSIONE:**

- ANDAMENTO CONGIUNTURALE: ALBERTO FADELLI
- SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE: ELENA FORNARA

### SEGRETERIA DI REDAZIONE

VALENTINA CORTELLAZZI - STEFANO PASETTO

### DIREZIONE

MARCO REBOA (direttore responsabile) - GIOVANNI MARIA GAREGNANI (direttore scientifico)  
MASSIMILIANO NOVA (co-editor responsabile di Attualità e Pratica Professionale)  
MICHELE CASÒ (co-editor) - SILVANO CORBELLA (co-editor) - GIMEDE GIGANTE (co-editor)  
GIULIANO IANNOTTA (co-editor) - ANGELO RUSSO (co-editor)

### OBIETTIVI EDITORIALI

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

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

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

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

---

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

**AMMINISTRAZIONE:** casa editrice Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.,  
via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.200 - fax 02/38089432

**Internet:** <http://www.giuffre.it> - e-mail: [vendite@giuffre.it](mailto:vendite@giuffre.it)

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

Servizio Pubblicità - via Busto Arsizio, 40 - 20151 Milano - tel. 02/38.089.335 - fax 02/38089426  
e-mail: [periodici@giuffre.it](mailto:periodici@giuffre.it)

---

## SOMMARIO

Pag.

### Dottrina

IL RAFFORZAMENTO DELLA CAPACITÀ PREVISIVA DEI MODELLI DI ANTICIPAZIONE DELLE CRISI DI IMPRESA: IL CASO DEL SISTEMA DI ALLERTA PROPOSTO DAL CNDCEC di Federico Beltrame, Giulio Velliscig, Davide Gatto e Maurizio Polato . 179

*Sull'importanza di prevedere in modo tempestivo situazioni di potenziale dissesto si è focalizzata l'attenzione non solo della dottrina (in ambito economico e giuridico) ma anche del Legislatore (oltre che della giurisprudenza di merito e di Cassazione). A questo riguardo, le riforme che si sono susseguite negli ultimi lustri (cfr. da ultimo il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza) fondano le proprie radici sul principio secondo il quale conservare un complesso aziendale in crisi consente la tutela di un valore implicito (know-how e competenze ma certamente anche capitale umano e occupazione) che altrimenti andrebbe disperso qualora si optasse direttamente per soluzioni liquidatorie. Il monitoraggio dello stato di salute dell'impresa e la volontà di adottare tempestivamente, laddove necessario, misure di intervento per garantire la continuità aziendale è concretamente perseguita mediante gli strumenti di cui all'art.13 del Codice della Crisi che prevede, come noto, opportuni indici (elaborati ogni tre anni dal CNDCEC) specifici per ciascun settore merceologico. Questi indicatori concorrono nel loro insieme alla definizione del "sistema di allerta" che si basa sulla cosiddetta logica "combinata", ovvero sulla presunzione che lo stato di crisi venga rilevato nel momento in cui i valori assunti dagli indici non rispettino le soglie prestabilite. Ciò premesso, non essendo stato condotto prima d'ora nella letteratura un confronto tra modelli predittivi di natura diversa per testare quale fosse quello più efficace nel predire in modo tempestivo una situazione di difficoltà economico-finanziaria in capo ad un'impresa, gli autori si prefiggono con questo contributo l'obiettivo di verificare l'accuratezza, quindi l'attendibilità alle imprese operanti nel mercato italiano, dei due modelli più discussi nel panorama nazionale, il sistema di allerta e lo Z-Score, attraverso un approccio empirico (con un campione casuale di 86 PMI italiane simmetricamente distribuito tra sane ed anomale) e formulare, infine, un giudizio di sintesi.*

## Attualità e pratica professionale

### PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

« *Riflessioni sullo sconto di illiquidità nella valutazione dei titoli azionari* »  
(di GIULIANO IANNOTTA e GABRIELE VILLA) ..... 207

« *La valutazione delle startup* » (di ROBERTO MAGLIO e ANDREA REY) ..... 219

*Attualità in tema di: Survey IVSC su ESG nel processo di valutazione “Have your say” – Valutazione degli intangibili – Lincoln’s Valuations & opinions database – Standard di valutazione e regolamentazione in Spagna– Interviste con Linda de Beer, IVSC Trustee and PIOB Chair e con Christine Sawchuk, Presidente e CEO del CBV – Global Outlook 2022 IVSC Webinar – Conferenza dell’IVSC AGM – 6° edizione del testo di Ray Moran Valuing A Business* ..... 242

### CORPORATE GOVERNANCE

« *Tassonomia della finanza sostenibile: un’opportunità per imprese e professionisti* » (di TOMMASO FORNASARI) ..... 257

*Attualità in tema di: Studi di Banca d’Italia sulle misure di sostegno concesse alle imprese durante la pandemia, sulla diversity & inclusion negli organi e nel personale delle banche, nonché su governance e performance delle imprese italiane – Documento di Banca d’Italia su aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali – Studio di Assonime sulla riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione – Circolare Assonime sul Regolamento ESEF – Studio Assonime Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2021) – Documento CNDCEC e FNC su Finanza sostenibile e fattori ESG – Consultazione pubblica di CONSOB su OICR e informativa sulla sostenibilità – Rapporto annuale CONSOB sulla corporate governance delle società quotate – Linee Guida ESMA sulle politiche e prassi di remunerazione – Supervisory Statement EBA EIOPA ed ESMA sull’applicazione della regolamentazione in materia di informativa sulla finanza sostenibile.....* 268

### GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

*Massime in tema di: Esclusione del diritto di recesso in una società per azioni che deliberi la durata della società da tempo indeterminato a tempo determinato – Atti di ingerenza illegittimi nell’amministrazione da parte del socio accomandante – Non compromettibilità in arbitri di una delibera assembleare nulla di società a responsabilità limitata – Non surrogabile dalle dichiarazioni fiscali l’approvazione del rendiconto per il diritto agli utili in una società di persone – Validità del patto di sindacato che prevede la durata di due trienni consecutivi della carica di amministratore – Necessità dell’iscrizione in bilancio come riserva del versamento del socio in conto futuro aumento di capitale – Mala gestio del capitale conferito alla società fiduciaria – Legittimità della clausola statutaria di gratuità delle funzioni*

*di amministratore in una società a responsabilità limitata – L’approvazione del bilancio non costituisce ratifica tacita dell’operato dell’amministratore in conflitto d’interessi – Realizzazione, da parte dell’amministratore di un atto o negozio nell’interesse della società in conflitto di interessi e senza deliberazione assembleare: disciplina applicabile.....* 275

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSALE

« *Cessione del credito e fallimento del debitore ceduto* ». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione I Civile, del 25 gennaio 2022, n. 2217 (di FEDERICA CASSESE) ..... 283

*Massime in tema di: Fallimento – Istanza di fallimento – Notifica – Modalità – Istanza di Fallimento – Credito Tributario – Verifica incidentale – Ammissibilità – Azione ex art. 67 LF – Obbligazione principale e obbligazioni accessorie del debitore soccombente – Obbligazioni di valuta – Sovraindebitamento – Liquidazione del patrimonio – Conflitto tra crediti prededucibili e ipotecari – Applicazione analogica dell’art. 111-ter l. fall. – Ammissibilità – Compenso dell’OCC e del legale del debitore proponente – Liquidazione del patrimonio – Osservazioni al progetto di distribuzione – Reclamo – Applicazione analogica dell’art. 14-octies, comma 4, L. 3/2012 – Composizione negoziata – Conferma delle misure protettive – Mancata predisposizione del piano finanziario – Ammissibilità. ....* 288

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D’IMPRESA

« *Le nuove norme in materia di reati contro il patrimonio culturale ed il loro impatto sulla responsabilità degli enti ex D.Lgs. 231/2001* » (di LUCA TROYER e MELISSA TETTAMANTI) ..... 291

*Massime in tema di: Finanze e tributi e Reati tributari – Effetti in ordine ai debiti scaduti tra la domanda e l’ammissione al concordato – Occultamento di scritture contabili – Conclusione dell’accertamento fiscale – Reati contro il patrimonio e Sostituzione del microchip a un cane di provenienza furtiva – Restituzione della cosa sequestrata – Prova della effettività titolarità e disponibilità del bene – Voluntary disclosure – Estinzione dell’ente per cancellazione – Reati contro il patrimonio e confisca per equivalente. ....* 327

## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

« *La nozione di “costi effettivi” per gli Enti del Terzo Settore: problemi interpretativi ed operativi* » (di MARCO TIEGHI, CARLOTTA DEL SORDO e LUCA BACCOLINI) ..... 331

*Massime in tema di: Competenza per accertamento soggetto iscritto all’AIRE – Disciplina sopravvenuta in merito alle agevolazioni prima casa – Imposta di registro e riqualificazione dell’atto per elementi extratestuali – Imposta di registro e responsabilità del notaio per gli atti enunciati – Rinvio pregiudiziale alla Corte UE in merito alla portata dell’art. 20 del d.p.r. n. 131 del 1986 per gli atti negoziali – Meccanismo reverse charge IVA – Impugnabilità*

degli atti impositivi conosciuti dal contribuente solo attraverso un estratto di ruolo – Apertura di pieghi, borse e casseforti. .... 348

*Attualità in tema di: Piani di risparmio a lungo termine – Novità fiscali del Bilancio 2022 – Termini relativi all'agevolazione prima casa e al credito d'imposta per il riacquisto – Efficacia accertativa degli atti attributivi o modificativi della rendita catastale – Regime fiscale della rivalutazione e del riallineamento – Novità del DL 146/2021 convertito (c.d. DL "Fisco-lavoro") e della L. 234/2021 (legge di bilancio 2022) in tema di IVA e altre imposte indirette – Riforma dell'IRPEF ed esclusione da IRAP di professionisti e imprenditori individuali – Titolarità di abitazione acquistata con il beneficio dichiarata inagibile. .... 353*

#### GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

« La tassazione delle royalties alla luce della più favorevole interpretazione per il contribuente delle norme interne e internazionali ». Nota all'ordinanza J & P Coats Ltd. V. CIT, IT(IT)A No. 11/Bang/2014 del 29 novembre 2021 (di CHIARA GIANONCELLI)..... 359

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

*IVA: Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 9 – Soggetto passivo – Articoli 295 e 296 – Regime forfettario dei produttori agricoli – Coniugi che esercitano un'attività agricola utilizzando beni facenti parte della comunione coniugale – Possibilità per tali coniugi di essere considerati soggetti passivi distinti ai fini dell'IVA – Opzione esercitata da uno dei coniugi di rinunciare allo status di agricoltore forfettario e di applicare alla propria attività il regime normale dell'IVA – Perdita dello status di agricoltore forfettario da parte dell'altro coniuge; Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) – Applicabilità ratione temporis – Prestazioni sottoposte all'IVA – Prestazioni di servizi a titolo oneroso – Criteri – Relazione infra-gruppo – Prestazioni consistenti nel riparare o sostituire componenti di aerogeneratori in garanzia e nell'effettuare relazioni di non conformità – Note di addebito emesse dal fornitore senza menzione dell'IVA – Detrazione da parte del fornitore dell'IVA addebitata su beni e servizi a lui fatturati dai suoi subappaltatori per gli stessi servizi; Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto – Direttiva 2006/112/CE – Articoli 167 e 168 – Diritto a detrazione – Diniego – Frode fiscale – Assunzione delle prove – Sospensione della pronuncia su un reclamo amministrativo avente ad oggetto un avviso di accertamento che nega il diritto a detrazione, in attesa dell'esito di un procedimento penale – Autonomia procedurale degli Stati membri – Principio di neutralità fiscale – Diritto a un buon andamento dell'amministrazione – Articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea; Rinvio pregiudiziale – Articolo 99 del regolamento di procedura della Corte – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 392 – Regime di tassazione sul margine – Ambito di applicazione – Cessioni di*

<i>immobili e di terreni edificabili acquistati per la rivendita – Soggetto passivo che non ha avuto diritto alla detrazione all’atto dell’acquisto degli immobili – Rivendita soggetta all’IVA – Nozione di “terreni edificabili”; Rinvio pregiudiziale – Armonizzazione delle normative fiscali – Sistema comune d’imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articoli 179 e 183 – Diritto a detrazione dell’IVA – Modalità – Compensazione o rimborso dell’eccedenza di IVA – Obblighi di pagamento supplementari – Principio di neutralità fiscale – Principi di equivalenza e di effettività; Rinvio pregiudiziale – Imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 122 – Aliquota ridotta per le cessioni di legna da ardere – Differenziazione in funzione delle caratteristiche e delle proprietà oggettive dei prodotti – Forme di legno destinate alla combustione che rispondono alla stessa esigenza del consumatore e che si trovano in concorrenza – Principio della neutralità fiscale. ....</i>	365
<i>ACCISE: Rinvio pregiudiziale – Diritti di accisa – Direttiva 92/12/CE – Articolo 4 – Circolazione dei prodotti in regime sospensivo dei diritti di accisa – Presupposti – Articoli 6 e 20 – Immissione in consumo di prodotti – Falsificazione del documento amministrativo di accompagnamento – Irregolarità o infrazione commessa nel corso della circolazione di prodotti soggetti ad accisa in regime sospensivo dei diritti – Svincolo irregolare di prodotti da un regime sospensivo – Destinatario che non ha conoscenza della circolazione – Frode commessa da un terzo – Articolo 13, lettera a), e articolo 15, paragrafo 3 – Garanzia obbligatoria in materia di circolazione – Portata; Rinvio pregiudiziale – Articolo 99 del regolamento di procedura della Corte – Accise – Direttiva 2008/118/CE – Articolo 1, paragrafo 2 – Applicazione di altre imposte indirette aventi finalità specifiche – “Finalità specifiche” – Nozione – Finanziamento di un’impresa pubblica concessionaria della rete stradale nazionale – Obiettivi di riduzione dell’incidenza di sinistri e di sostenibilità ambientale – Finalità meramente finanziaria – Diniego di restituzione dell’imposta basato sull’arricchimento senza causa – Condizioni. ....</i>	364
<i>DOGANE: Rinvio pregiudiziale – Tariffa doganale comune – Nomenclatura combinata – Classificazione delle merci – Voci 1302, 3301 e 3302 – Oleoresina di vaniglia d’estrazione – Accise – Direttiva 92/83/CEE – Esenzioni – Articolo 27, paragrafo 1, lettera e) – Nozione di “aroma” – Direttiva 92/12/CEE – Comitato delle accise della Commissione europea – Competenze; Rinvio pregiudiziale – Codice doganale dell’Unione – Estinzione dell’obbligazione doganale – Merci introdotte illegalmente nel territorio doganale dell’Unione – Sequestro e confisca – Direttiva 2008/118/CE – Accise – Direttiva 2006/112/CE – Imposta sul valore aggiunto – Fatto generatore – Esigibilità. ....</i>	363
<i>Attualità in tema di: G20/OECD: Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard. ....</i>	370

## Altri temi di interesse per la professione

### ANDAMENTO CONGIUNTURALE

*L'andamento congiunturale risente anzitutto della guerra russo-ucraina. In questo le economie europee sono influenzate in misura maggiore dalla crisi che ne consegue e probabilmente la crescita del PIL nell'Eurozona subirà un rallentamento più brusco che negli Stati Uniti rispetto all'anno scorso. Rimane il serio rischio di un'ulteriore escalation della guerra. Tuttavia, mentre è confermabile un rallentamento della crescita, al momento non si stima una recessione su vasta scala, a meno che non vi sia un'interruzione nelle forniture di gas russo. Altro tema, connesso anche (ma non solo) alla guerra russo-ucraina, che influisce sull'andamento congiunturale è la prospettiva di un'inflazione più elevata, la quale rappresenta una sfida per le Banche Centrali. La BCE si trova in una posizione più impegnativa rispetto ad altri istituti centrali, dato che oltre all'impennata dell'inflazione deve anche affrontare il richiamato rallentamento economico e cercare di garantire la stabilità finanziaria. Le economie asiatiche orientate all'esportazione dovevano essere (e dovrebbero essere ancora) i principali beneficiari della prevista ripresa del commercio globale. La guerra in Ucraina e l'aumento dei prezzi dell'energia si accompagnano però a un rischio evidente di dovere tagliare le aspettative, taglio che, comunque, potrebbe aversi dalle nuove recrudescenze del Covid-19. In ragione dell'andamento congiunturale, i principali mercati azionari hanno continuato a registrare una tendenza al ribasso. Da ultimo, la stessa considerazione dei criteri ESG sta generando nelle valutazioni di mercato difficoltà, in ragione del forte aumento dei flussi di informazioni, che può determinare un aumento della volatilità e della speculazione. Rimane comunque fermo l'orientamento che, in un'ottica evolutiva, gli aspetti ESG possano produrre nel tempo per il mercato anche possibili vantaggi. ...* 373

### SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

<i>Diritto commerciale</i> .....	385
<i>Diritto delle procedure concorsuali</i> .....	385
<i>Operazioni straordinarie</i> .....	387
<i>Valutazione d'azienda</i> .....	388

# QuotidianoPIÙ

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



Per maggiori informazioni  
[quotidianopiu.it](http://quotidianopiu.it)

 GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

seguici su     

# MEMENTOPIÙ TASK MANAGER

Il tuo studio non è mai stato  
così efficiente



Per maggiori informazioni  
[taskmanager.mementopiu.it](https://taskmanager.mementopiu.it)

 GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE

seguici su     

# Clients Compliance



PER LO STUDIO LEGALE

## Antiriciclaggio

Risolve i dubbi dell'operatività quotidiana.

Il nuovo tool che permette allo Studio legale di essere **completamente tutelato dai rischi connessi con il riciclaggio** e di ottemperare efficacemente agli adempimenti imposti dalla direttiva europea in materia.

- ✓ **Obbligo di conservazione dei dati**  
Generazione automatica del fascicolo della documentazione da conservare e presentare laddove richiesta
- ✓ **Obbligo di analisi del rischio**  
*Check list* di domande e risposte per una valutazione del rischio rapida e completa
- ✓ **Obbligo di segnalazione all'Unità di Informazione Finanziaria (UIF)**  
Modelli per presentare la segnalazione e archivio di quelle effettuate
-  **Obbligo di identificazione del Cliente**  
Alert della documentazione mancante da raccogliere direttamente nel tuo software *Clients GSL, Redigo o ClientsPiù*

[www.compliance.clients.it](http://www.compliance.clients.it)

Per maggiori informazioni rivolgiti al tuo Agente  
Giuffrè Francis Lefebvre di fiducia

 GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE  
[www.giuffrefrancislefebvre.it](http://www.giuffrefrancislefebvre.it)

# Giuffrè Francis Lefebvre ti segnala



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

Memento è anche online su [mementopiù.it](http://mementopiù.it)



App  
iMemento



Memento online



Memento online  
+ Fonti

Per maggiori informazioni rivolgiti al tuo Agente Giuffrè Francis Lefebvre di fiducia, alle migliori librerie professionali o vai su [shop.giuffre.it](http://shop.giuffre.it).

 **GIUFFRÈ FRANCIS LEFEBVRE**  
[www.giuffrefrancislefebvre.it](http://www.giuffrefrancislefebvre.it)

## IL RAFFORZAMENTO DELLA CAPACITÀ PREVISIVA DEI MODELLI DI ANTICIPAZIONE DELLE CRISI DI IMPRESA: IL CASO DEL SISTEMA DI ALLERTA PROPOSTO DAL CNDCEC

di FEDERICO BELTRAME, GIULIO VELLISCIG, DAVIDE GATTO e MAURIZIO POLATO

---

**Abstract:** *As the pandemic urged further investigations on the prediction of firms' financial distress, this study develops and tests an alternative alert system which combines the benefits of the Z-score's multivariate discriminant model and the National Council of Chartered Accountants and Accounting Experts' predictors. Using a sample of 43 viable and 43 non-viable Italian SMEs, we first compare the financial distress predictive accuracy of the models mentioned over the period 2015-2019. On the basis of the results, we elaborate and compare the revised versions of both approaches which align them to the current socio-economic conditions. Also, we provide an alternative measure which embeds a Z-score calculated using the ratios elaborated by the National Council of Chartered Accountants and Accounting Experts for the alert system. The analysis of the two baseline approaches showed complementary results as the Z-score overperformed the alert system when predicting the status of non-viable firms whereas the opposite emerged as regards viable firms. The revised version of both approaches pointed out an enhanced predictive accuracy with respect to baseline models. In particular, the complementary role of the Z-score has been integrated into the new alert system as major contribute to its enhancement which pointed it out as the best measure employed. Our analysis enriches the post-pandemic debate on refined financial distressed prediction methods by pointing out the limits of the alert system as designed by the National Council of Chartered Accountants and Accounting Experts and suggests an alternative and better performing measure that may be used by third-party bodies to predict financial distress.*

---

### 1. Introduzione.

Come noto, sull'importanza di prevedere in modo tempestivo situazioni di potenziale dissesto si è focalizzata l'attenzione non solo della dottrina (in ambito economico e giuridico) ma anche del Legislatore (oltre che della giurisprudenza di merito e di Cassazione). A questo riguardo, è sufficiente osservare l'orientamento del Legislatore italiano in materia fallimentare; le riforme che si sono susseguite negli ultimi lustri fondano infatti le proprie radici sul principio secondo il quale *conservare* un complesso aziendale in crisi consente la tutela di un valore implicito (*know-how* e competenze ma certamente anche capitale umano e occupazione) che altrimenti andrebbe disperso qualora si optasse direttamente per soluzioni liquidatorie. Questo principio è rinvenibile in modo chiaro nel nuovo Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza introdotto dal Decreto Legislativo del 12 gennaio 2019, n.14, che entrerà in vigore dopo numerosi rinvii a partire dal 16 maggio 2022.

La volontà di monitorare lo stato di salute dell'impresa ma anche di adottare tempestivamente misure di intervento per garantire la continuità aziendale è concretamente perseguita mediante gli strumenti di cui all'art.13 del Codice della Crisi che prevede, come noto, opportuni indici (elaborati ogni tre anni dal CNDCEC) specifici per ciascun settore merceologico. Questi indicatori concorrono nel loro insieme alla definizione del “*sistema di allerta*” che si basa sulla cosiddetta logica “combinata”, ovvero sulla presunzione che lo stato di crisi venga rilevato nel momento in cui i valori assunti dagli indici non rispettino le soglie prestabilite.

Seguendo lo schema gerarchico elaborato dal CNDCEC, il primo indice da prendere in esame è il *patrimonio netto*; qualora il valore assunto sia negativo o al di sotto del minimo legale, si è in presenza di un ragionevole indizio di crisi. In ipotesi di patrimonio netto positivo, invece, il sistema richiede l'analisi del *Debt Service Coverage Ratio* (DSCR) <sup>(1)</sup>; nel caso di valori inferiori a 1 si presume una condizione di difficoltà economico-finanziaria. Qualora il calcolo fosse inattendibile per mancanza di dati, il CNDCEC ha previsto l'analisi congiunta di cinque ulteriori indici <sup>(2)</sup>. Una ragionevole presunzione dello stato di crisi sussiste solo se si verifica il congiunto superamento di tutte le soglie, differenziate per settore e stabilite per ciascun indice. Il Legislatore ha riconosciuto come ulteriori indicatori di crisi i reiterati e significativi ritardi nei pagamenti e l'assenza delle prospettive di continuità aziendale.

Non essendo stato condotto prima d'ora nella letteratura un confronto tra modelli predittivi di natura diversa per testare quale fosse quello più efficace nel predire in modo tempestivo una situazione di difficoltà economico-finanziaria in capo ad un'impresa, con il presente elaborato, quindi, si vuole perseguire l'obiettivo di verificare l'accuratezza, quindi l'attendibilità alle imprese operanti nel mercato italiano, dei due modelli più discussi nel panorama nazionale, il sistema di allerta e lo *Z-Score*, attraverso un approccio empirico e formulare, infine, un giudizio di sintesi.

A tal fine, viene utilizzato un campione casuale di 86 PMI italiane simmetricamente distribuito tra sane (43) ed anomale (43). Se da un lato, lo *Z-Score* manifesta una maggiore precisione nel prevedere correttamente lo stato di *default* per le imprese anomale, dall'altro, il *sistema di allerta* si dimostra più efficace nel classificare correttamente le imprese sane. Inoltre, lo *Z-Score* risulta più tempestivo nel segnalare una situazione di difficoltà economico-finanziaria in quanto il tempo che mediamente intercorre tra primi segnali di *warning* e l'effettiva dichiarazione di fallimento è pari a 2,3 anni (0,75 anni in anticipo rispetto al *sistema di allerta*). Si è proceduto, dunque, all'elaborazione di due *versioni rivisitate* che consentono di ottenere risultati di interesse. Le reinterpretazioni dello *Z-score* e del *sistema di allerta* miglio-

---

<sup>(1)</sup> Per una analisi sull'economia del DSCR si rinvia a Polato (2019).

<sup>(2)</sup> In particolare: l'indice di sostenibilità degli oneri finanziari, l'indice di adeguatezza patrimoniale, l'indice di ritorno liquido dell'attivo, l'indice di liquidità e l'indice di indebitamento previdenziale e tributario.

rano, infatti, le prestazioni delle rispettive versioni *standard*. In particolare, il *sistema di allerta rivisitato* si connota, nel suo complesso, per la migliore capacità predittiva comparata.

Sebbene la numerosità del campione possa essere in linea con quelle caratterizzanti i primi lavori aventi ad oggetto la predittività del rischio di insolvenza, riteniamo che un numero maggiore di imprese coinvolte nello studio possa essere utile per affinare i risultati, soprattutto sull'entità dei coefficienti delle regressioni. Ciò lascia spazio ad ulteriori sviluppi nei modelli proposti.

In riferimento alla stesura, il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2 riporta una sintetica *review* della letteratura; il paragrafo 3 descrive il processo di composizione del campione d'indagine; il paragrafo 4 presenta la metodologia e gli strumenti adottati; il paragrafo 5 discute i risultati empirici ottenuti; il paragrafo 6 presenta le conclusioni mettendo in evidenza le implicazioni della ricerca.

## 2. Rassegna della letteratura.

La letteratura economico aziendale non fornisce una definizione univoca di “crisi d'impresa” identificata, di norma, come il risultato di un processo a più stadi (Sun et al, 2014) che conduce allo *stato di insolvenza* (Carminchael, 1972; Foster, 1986; Doumpos & Zopounidis, 1999).

L'assenza di una soluzione di continuità implica quindi l'importanza di cogliere tempestivamente la presenza di sintomi di potenziale dissesto al fine di limitarne il progressivo peggioramento e conservare il patrimonio aziendale. A tale scopo, in letteratura, sono stati introdotti numerosi modelli di previsione; vi sono, come noto, (almeno) tre principali metodologie per l'analisi del *rischio di insolvenza: modelli strutturali, modelli statistici, sistemi esperti di intelligenza artificiale*.

I *modelli strutturali* che, pur utilizzando strumenti matematico-statistici determinano la *probabilità di default* in base a consolidati principi di *teoria della finanza*, si fondano sulla modellizzazione esplicita della causa economica dell'evento “*default*”<sup>(3)</sup>. In particolare, rientrano in tale categoria i modelli basati sulla *teoria delle opzioni* oltre che quelli basati sugli *spread* di mercato obbligazionario. Tra i *modelli strutturali* un importante contributo si basa sul modello di *pricing* delle opzioni (*Black&Scholes*); esso trova applicazione al rischio d'insolvenza nel fondamentale lavoro di Robert Merton (1974). I *modelli statistici* utilizzano l'analisi *uni-variata*<sup>(4)</sup> o *multi-variata*<sup>(5)</sup>; la

<sup>(3)</sup> Essi sono anche denominati *firm value models* in quanto il processo alla base del modello di determinazione della probabilità di insolvenza è il *valore dell'impresa*.

<sup>(4)</sup> Per una delle prime applicazioni di analisi uni-variata si veda Beaver (1966).

<sup>(5)</sup> All'interno di quest'ultima metodologia vi sono i cd *modelli parametrici* e *non parametrici*. I primi comprendono l'applicazione di *scoring soggettivi, analisi discriminante*

metodologia tradizionalmente più utilizzata per la misura del rischio di credito è l'*analisi discriminante lineare*. Tali analisi sono impiegate per *classificare a priori* un'osservazione in uno o più gruppi<sup>(6)</sup> mediante derivazione analitica della *combinazione lineare* delle caratteristiche che hanno maggior potere discriminante. I *sistemi di intelligenza artificiale* sono modelli che utilizzano tecniche matematico statistiche (assai complesse) proprie di discipline quali ingegneria e genetica e cercano di riprodurre metodologie di elaborazione complesse (*reti neurali e algoritmi genetici*)<sup>(7)</sup>.

Come riportato, i modelli tradizionalmente più utilizzati per la valutazione del rischio di insolvenza sono quelli di tipo *statistico* che sfruttano l'*analisi discriminante lineare*. In tal senso, uno dei modelli più noti è il cosiddetto *Z-Score* di Altman la cui prima formulazione risale al 1968<sup>(8)</sup>, il quale deve intendersi non tanto come *strumento predittivo* quanto, piuttosto, quale *warning* (lo *score* indica, infatti, il grado di vicinanza a un gruppo piuttosto che a un altro)<sup>(9)</sup>. Il modello, la cui semplicità di utilizzo ne ha facilitato la diffusione, è stato oggetto di numerose revisioni. Lo *Z'-Score* (Altman, 1983) è stato introdotto per valutare la condizione delle imprese manifatturiere non quotate; mentre, una seconda versione, lo *Z''-Score* (Altman, 1995) è stata elaborata per neutralizzare eventuali impatti legati alla tipologia di attività svolta (Shaher et al., 2012; Altman et al, 2013; 2017; Chieng, 2013; Malik et al., 2016; Januri et al., 2017; Babatunde et al. 2017; Al-Ali, 2018; Al-Manaseer e Al-Oshaibat, 2018).

Con riferimento al panorama italiano, invece, si individuano in prevalenza dei tentativi di adattamento dei lavori internazionali o applicazione di quest'ultimi in specifiche categorie di imprese; si ricorda a tal proposito lo studio di Danovi-Falini (2013), nel quale lo *Z-Score* venne testato sulle imprese in amministrazione straordinaria. Ci sono state anche delle formu-

---

*lineare, analisi discriminante non lineare, logit e probit analysis*; i secondi appaiono essere più evoluti (in questa categoria rientrano, ad esempio, gli *alberi decisionali*).

<sup>(6)</sup> Principalmente per eseguire previsioni in contesti in cui la variabile dipendente compare in una forma qualitativa, ad esempio: impresa fallita/non fallita.

<sup>(7)</sup> Con l'evoluzione e la diffusione dell'intelligenza artificiale nei processi decisionali, si sono susseguiti numerosi modelli "innovativi", tra i quali ci limitiamo a riportare: le reti neurali (Tam, 1991; Tam & Kiang 1992); le macchine a vettori di supporto (Wang et al, 2005); gli algoritmi evolutivi (Varetto, 1998; Shin e Lee, 2002; Kim e Han, 2003); il ragionamento basato su casi, dall'acronimo inglese CBR (Li et al., 2011; Li & Sun, 2008; 2009; 2010; Borrajo et al, 2011); l'insieme "approssimativo" (Dimitras et al., 1999; McKee, 2000); l'albero delle decisioni (Frydman et al., 1985; McKee e Greenstein, 2000; Gepp et al., 2010; Li et al., 2010). Rispetto ai metodi statistici, i modelli che utilizzano l'intelligenza artificiale si adattano più facilmente a set di dati più complessi. Sul tema si veda, da ultimo: Agnoli, Zamboni (2021).

<sup>(8)</sup> Nel modello originale sono stati selezionati 5 cinque indici di bilancio rappresentativi della liquidità, redditività, indebitamento e solvenza delle imprese, scelti sulla base di due distinti criteri: la popolarità in letteratura e la rilevanza potenziale per lo studio. In particolare: X1 — *Capitale Circolante/Totale Attivo*. X2 — *Utili non distribuiti/Attività Totali*. X3 — *Utili prima degli interessi e delle tasse /Totale attivo*. X4 — *Valore di mercato dell'equity/Book value del debito totale*. X5 — *Vendite/Totale Attivo*.

<sup>(9)</sup> D'altro canto è lo stesso Altman che sottolinea che il modello non ha natura probabilistica, ma descrittivo-comparativa poiché la sua finalità è l'individuazione di un andamento che accomuni i trend degli indici contabili negli anni antecedenti all'insolvenza, rispettivamente per le aziende sane e per quelle in crisi.

lazioni originali come nel caso di Argenti (1983), che riuscì ad includere nel suo modello variabili qualitative, come gli errori e l'incapacità di gestire la crisi da parte del management, oltre a quelle quantitative per prevedere l'insolvenza. Di assoluta rilevanza, è senza dubbio lo studio di Alberici (1975), il primo autore che elaborò su un campione di imprese italiane un modello di previsione composto da cinque diverse versioni dello Z-Score, ognuna da applicare ad uno specifico anno del quinquennio che anticipa il dissesto. Seguirono i lavori di Appetiti (1984) e Forestieri (1986), che riuscirono a formalizzare dei modelli in grado di coniugare, da un lato, le informazioni desumibili dai dati di bilancio delle imprese e, dall'altro, il loro andamento dinamico (trends) nel periodo antecedente il dissesto.

### 3. Selezione e descrizione del campione.

Negli studi incentrati sulla verifica dell'affidabilità di uno strumento, si è sempre ritenuto opportuno dimostrare la sua efficacia qualunque sia lo status dell'elemento che viene sottoposto ad indagine. Ad esempio, se si pensa alla previsione dell'insolvenza, un modello predittivo deve essere in grado di "classificare" correttamente non solo le imprese fallite ma anche quelle non fallite, in modo tale da definire il suo livello di precisione.

Questo, dopo aver osservato anche i lavori più illustri come quelli di Altman (1968, 1993, 1995) ma non solo, ci ha spinto ad "accostare" un gruppo di imprese non fallite al campione delle imprese fallite. A tal proposito, sottolineiamo che per la selezione delle imprese da impiegare nell'analisi empirica, si è deciso di replicare il processo decisionale (estendendolo al contesto italiano) introdotto da Altman nel suo primo lavoro (1968), in modo tale da evitare la presenza di eventuali divergenze nella composizione dell'intero campione che fossero in contrasto con l'applicabilità di uno dei due modelli oggetto di studio, lo Z-Score.

Al fine di costituire gruppi (il più possibile) omogenei si è proceduto, in primo luogo, alla selezione delle imprese anomale sulla base dei seguenti parametri di ricerca impostati nella banca dati AIDA (Bureau Van Dijk): forma giuridica, stato giuridico, anno di apertura delle procedure concorsuali, classificazione merceologica dell'attività svolta e la disponibilità dei dati di bilancio. Più nel dettaglio, si sono considerate le sole società a responsabilità limitata (o a responsabilità limitata con socio unico) i cui bilanci nel quinquennio 2015-2019 fossero disponibili e nei confronti delle quali fosse stata pronunciata sentenza dichiarativa di fallimento tra il 1° gennaio 2020 e il 30 novembre 2020. L'avvio della procedura concorsuale è stato verificato utilizzando il portale dei creditori della piattaforma Fallco concesso dal Gruppo Zucchetti. Per consentire l'applicazione degli indici di settore elaborati dal CNDCEC, escludiamo quelle imprese operanti nelle seguenti sezioni: K "Attività finanziarie e assicurative", L "Attività immobiliari", O "Pubblica amministrazione e difesa, assicurazioni sociali obbligatorie", T "Attività delle famiglie

come datori di lavoro di personale domestico, produzione di beni indifferenziati e servizi ad uso proprio delle famiglie”, U “Attività di organizzazioni ed enti extra-territoriali”. Da tale scrematura si sono ottenute 43 imprese, le quali sono state riordinate in modo decrescente sulla base del valore dell’attivo patrimoniale contabilizzato nell’esercizio 2019. Al fine di non limitare la valutazione della capacità discriminatoria dei due modelli ad un gruppo di sole imprese in dissesto, si è andati ad associare a ciascuna “anomala” (preliminarmente individuata) una società in attività che potesse essere “equivalente” secondo tre criteri qualitativi, ovvero tipologia di attività economica svolta (settore merceologico di appartenenza), anno di costituzione e localizzazione, e un “filtro” quantitativo, l’ammontare dell’attivo patrimoniale nell’anno 2019. Tuttavia, alla luce degli scarsi risultati ottenuti, si è deciso di escludere due parametri qualitativi sopra citati (l’anno di costituzione e localizzazione) dal momento che impedivano di realizzare la comparazione one-to-one per mancanza di imprese sane (non fallite) da accoppiare alla corrispondente in dissesto. Questo viene riconosciuto come un limite nell’interpretazione dei risultati in quanto le imprese considerate potrebbero trovarsi in fasi differenti del ciclo di vita. Definiti i due sottoinsiemi, abbiamo estrapolato, oltre ai profili anagrafici, i dati di bilancio relativi al periodo 2015-2019.

Prima di addentrarci nell’analisi, si è svolto un test statistico (t-test) al fine di decidere se la nostra ipotesi, ovvero che non sussiste alcuna differenza significativa tra i valori medi dei due gruppi confermando di fatto la bontà del matching, è vera o falsa. Alla luce del risultato ottenuto riportato nella Tabella 1, possiamo affermare che la differenza osservata sul campione non è statisticamente significativa, quindi il metodo utilizzato per il matching è da ritenersi accettabile.

TABELLA 1 - Risultati del T-Test eseguito fra i due gruppi di imprese

	Valore medio imprese fallite	Valore medio imprese in attività	Differenza valori medi	<i>p-value</i>
Attivo patrimoniale	6.158.842	5.607.692	551.150	0,3206

Note: il *T-Test* è stato condotto sul valore medio dell’attivo patrimoniale quale parametro quantitativo di selezione delle imprese in attività da associare a ciascuna “fallita”. Oltre ai valori medi e alla loro differenza, si riporta la *p-value* che esprime il livello di probabilità che la differenza osservata sia dovuta al caso.

Di seguito si riportano alcune evidenze di sintesi. Con riferimento alla *durata del ciclo di vita*, dalla Tabella 2 si evince che circa il 55% delle imprese “anomale” erano ben conosciute e radicate nel territorio in virtù della loro presenza almeno ventennale nel mercato. Al contrario, le imprese “sane” sono più giovani; infatti, ben 12 su 43 sono state fondate nel decennio 2010-2019 (la vita media delle imprese “anomale” è, infatti, nove anni più elevata rispetto a quella delle imprese “sane”). Dal punto di vista della *forma giuridica* (Tabella 3), è evidente la prevalenza delle società a responsabilità limitata (circa l’89%) rispetto alle società a responsabilità limitata con socio unico (circa 11%). In termini di *distribuzione geografica* (Tabella 4), le imprese del campione si collocano prevalentemente nell’area del nord-Italia (70% delle “anomale” e il 58% delle “sane”).

TABELLA 2 - Distribuzione delle imprese per anno di costituzione

Anno di costituzione	Imprese anomale	Imprese anomale (%)	Imprese sane	Imprese sane (%)
Da 1900 a 1949	2	4,65%	2	4,65%
Da 1950 a 1974	2	4,65%	2	4,65%
Da 1975 a 1999	20	46,51%	12	27,91%
Da 2000 a 2019	19	44,19%	29	67,44%
<b>Totale</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>
<b>Età media (anni)</b>	<b>26</b>		<b>17</b>	

Note: per ciascun gruppo, viene riportato il numero (e percentuale) di imprese avviate in uno degli anni compreso nell'intervallo temporale considerato

TABELLA 3 - Distribuzione delle imprese per forma giuridica

Forma giuridica	Imprese anomale	Imprese anomale (%)	Imprese sane	Imprese sane (%)
Società a responsabilità limitata	38	88,37%	38	88,37%
Società a responsabilità limitata a socio unico	5	11,63%	5	11,63%
<b>Totale</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>	<b>43</b>	<b>100%</b>

Note: per ciascuna forma giuridica e gruppo, viene riportato il relativo numero (e percentuale) di imprese.

TABELLA 4 - Distribuzione delle imprese per localizzazione geografica

Regioni	Imprese anomale	Imprese anomale (%)	Imprese sane	Imprese sane (%)
Valle d'Aosta	0	0,00%	0	0,00%
Piemonte	5	11,63%	2	4,65%
Liguria	1	2,33%	0	0,00%
Lombardia	12	27,91%	14	32,56%
<b>Nord-Ovest</b>	<b>18</b>	<b>41,86%</b>	<b>16</b>	<b>37,21%</b>
Trentino-Alto Adige	0	0,00%	0	0,00%
Friuli-Venezia Giulia	0	0,00%	0	0,00%
Veneto	5	11,63%	4	9,30%
Emilia Romagna	7	16,28%	5	11,63%
<b>Nord-Est</b>	<b>12</b>	<b>27,91%</b>	<b>9</b>	<b>20,93%</b>
Toscana	2	4,65%	2	4,65%
Marche	1	2,33%	2	4,65%
Umbria	0	0,00%	1	2,33%
Lazio	5	11,63%	2	4,65%
<b>Centro-Italia</b>	<b>8</b>	<b>18,60%</b>	<b>7</b>	<b>16,28%</b>
Abruzzo	0	0,00%	2	4,65%
Campania	3	6,98%	4	9,30%
Molise	0	0,00%	0	0,00%
Basilicata	0	0,00%	0	0,00%
Puglia	1	2,33%	2	4,65%
Calabria	1	2,33%	1	2,33%
Sicilia	0	0,00%	2	4,65%
Sardegna	0	0,00%	0	0,00%
<b>Sud e Isole</b>	<b>5</b>	<b>11,63%</b>	<b>11</b>	<b>25,58%</b>
<b>Totale</b>	<b>43</b>	<b>100,00%</b>	<b>43</b>	<b>100,00%</b>

Note: per ciascuna regione e gruppo, viene riportato il relativo numero (e percentuale) di imprese. In aggiunta, viene messo in evidenza il dettaglio per ciascuna macro-area.

Con riferimento alla *dimensione aziendale*, in linea con le caratteristiche del tessuto socioeconomico italiano, il campione è composto da 74 imprese

piccole e micro (86% del totale) mentre il rimanente 14% è distribuito tra imprese di grandi e medie dimensioni (Tabella 5)<sup>(10)</sup>. Inoltre, analizzando il numero di dipendenti in forza nell'esercizio 2019 (Tabella 6), si osserva che l'organico delle imprese "anomale" è più strutturato; infatti, in media, risultano impiegate quasi 10 unità in più rispetto alle imprese "sane".

TABELLA 5 - Distribuzione delle imprese per dimensione aziendale  
(Raccomandazione Europea 2003/361/CE)

	Imprese anomale	Imprese anomale (%)	Imprese sane	Imprese sane (%)
Grande	2	4,65%	0	0,00%
Media	4	9,30%	6	13,95%
Piccola	23	53,49%	18	41,86%
Micro	14	32,56%	19	44,19%
Totale	43	100,00%	43	100,00%

Note: per ciascuna dimensione aziendale e gruppo, viene riportato il relativo numero (e percentuale) di imprese appartenenti. Per definire la dimensione aziendale, sono stati adottati i criteri contenuti nella Raccomandazione Europea 2003/361/CE.

TABELLA 6 - Distribuzione delle imprese per numero di dipendenti

Numero di dipendenti (2019)	Imprese anomale	Imprese anomale (%)	Imprese sane	Imprese sane (%)
5 o inferiore	11	25,58%	10	23,26%
Da 6 a 10	8	18,60%	11	25,58%
Da 11 a 15	7	16,28%	7	16,28%
Da 16 a 20	4	9,30%	6	13,95%
Da 21 a 25	3	6,98%	1	2,33%
26 o superiore	10	23,26%	8	18,60%
Totale	43	100,00%	43	100,00%
Media	29,2		18,1	

Note: per ciascun gruppo, viene riportato l'ammontare (e percentuale) di imprese nelle quali risulta assunto un numero di dipendenti ricadente in uno degli intervalli considerati.

In termini di *classificazione merceologica* (Ateco 2007), il campione risulta caratterizzato da elevata eterogeneità (Tabella 7); risultano prevalenti la "fabbricazione di prodotti in metallo" (13,95%), il "commercio all'ingrosso" e i "lavori edili specializzati" (11,63%), la "fabbricazione mobili" e le "attività di ristorazione" (6,98%). Applicando le aggregazioni introdotte dal CNDCEC nell'ambito del sistema di allerta (Tabella 8), si evince una predominanza delle attività industriali rispetto alle attività agricole e terziarie. Nel dettaglio, le attività di cui alle sezioni B (estrazione mineraria), C (manifattura), D (produzione di energia/gas) rappresentano il 40% dell'intero campione.

<sup>(10)</sup> Sulla base della tassonomia di cui alla Raccomandazione 2003/361/CE (recepita nell'ordinamento italiano con il Decreto Ministeriale 18 aprile 2005) si individuano quattro categorie dimensionali: Grandi imprese, quelle aventi un numero di dipendenti maggiore a 250 e un fatturato superiore a 50 milioni di euro (o un totale dell'attivo superiore a 43 milioni di euro); Medie imprese, quelle con un numero di dipendenti compreso tra 50 e 250 e un fatturato compreso tra 10 e 50 milioni di euro (o un totale dell'attivo tra 10 e 43 milioni di euro); Piccole imprese, quelle con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 50 unità e un fatturato, ovvero totale dell'attivo, compreso tra 2 e 10 milioni di euro; Microimprese, quelle con meno di 10 dipendenti e un fatturato, o totale attivo, inferiore a 2 milioni di euro.

TABELLA 7 - Distribuzione delle imprese per settori Ateco 2007

	Numero di imprese	Numero di imprese (%)
Industrie alimentari	2	2,33%
Industrie tessili	4	4,65%
Fabbricazione minerali non metalliferi	2	2,33%
Metallurgia	2	2,33%
Fabbricazione di prodotti in metallo	12	13,95%
Fabbricazione di apparecchiature elettriche e non	2	2,33%
Fabbricazioni di macchinari nca	2	2,33%
Fabbricazione di mobili	6	6,98%
Altre industrie manifatturiere	2	2,33%
Costruzione di edifici	4	4,65%
Lavori di costruzioni specializzati	6	6,98%
Commercio e riparazione di autoveicoli	4	4,65%
Commercio all'ingrosso	10	11,63%
Commercio al dettaglio	4	4,65%
Trasporto terrestre	4	4,65%
Attività dei servizi di ristorazione	6	6,98%
Produzione di software e consulenza	2	2,33%
Attività di direzione aziendale	2	2,33%
Attività degli studi di ingegneria, collaudi e analisi tecniche	4	4,65%
Pubblicità e ricerche di mercato	2	2,33%
Attività creative e artistiche	2	2,33%
Riparazione di computer e di beni per uso personale e per la casa	2	2,33%
<b>Totale</b>	<b>86</b>	<b>100,00%</b>

Note: viene riportato il numero (e relativa percentuale) di imprese per ciascun settore di appartenenza secondo i codici Ateco 2007. A differenza delle precedenti tabelle, in questa non è stata riportata la distinzione tra "anomale" e "sane" in quanto, essendo un parametro per la realizzazione del matching, il numero è equamente ripartito.

TABELLA 8 - Distribuzione delle imprese per aggregazioni settoriali elaborate dal CNDCCEC nel sistema di allerta

	Numero di imprese	Numero di imprese (%)
[A] Agricoltura, silvicoltura e pesca	0	0,00%
[B] Estrazione, [C] Manifattura, [D] Produzione di energia/gas	34	39,53%
[E] Fornitura di acqua, reti fognarie e rifiuti, [D] Trasmissione energia/gas	0	0,00%
[F41] Costruzioni	4	4,65%
[F42] Ingegneria civile, [F43] Costruzioni specializzate	6	6,98%
[G45] Commercio all'ingrosso e al dettaglio di autoveicoli, [G46] Commercio all'ingrosso, [D] Distribuzione di energia/gas	14	16,28%
[G47] Commercio al dettaglio, [I56] Bar e ristoranti	10	11,63%
[H] Trasporti e magazzino, [I55] Hotel	4	4,65%
[JMN] Servizi alle imprese	10	11,63%
[PQRS] Servizi alle persone	4	4,65%
<b>Totale</b>	<b>86</b>	<b>100,00%</b>

Note: viene riportato il numero (e relativa percentuale) di imprese per macrosettori definiti dal CNDCCEC per l'elaborazione del sistema di allerta.

#### 4. Metodologia di ricerca.

L'analisi si è sviluppata in tre fasi: il primo *step* è consistito nell'applicare il *sistema di allerta* e lo *Z-Score* di Altman alle imprese selezionate al fine di verificarne l'efficacia predittiva; il secondo prevede l'elaborazione di versioni "*reinterpreted*" dei precedenti modelli da testare sul medesimo campione e,

infine, analizzare l'affidabilità della rivisitazione del *sistema di allerta* in un differente campione.

Con riferimento al *sistema CNDCEC* alcune ipotesi si sono rese necessarie considerato il *set* di dati disponibili <sup>(11)</sup>. Per quanto concerne invece lo *Z-Score*, alla luce dei diversi settori merceologici di appartenenza individuati tra le imprese selezionate, si è deciso di impiegare due diverse revisioni del modello originario introdotte dallo stesso Altman: lo *Z'-Score* (Altman, 1993) che fu appositamente parametrato per valutare lo *status* delle sole imprese non quotate operanti nel settore manifatturiero (nel nostro caso, coincide con la sezione C dei codici Ateco 2007) e lo *Z''-Score* (Altman, 1995) per tutte le imprese non manifatturiere.

Nel dettaglio, lo *Z'-Score* è una funzione discriminante lineare multivariata definita dalla seguente sommatoria:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4 + 0,998 X_5 \quad (1)$$

dove:  $X_1$  è il rapporto tra il capitale circolante netto e il totale attivo,  $X_2$  è il rapporto tra gli utili non distribuiti e il totale attivo,  $X_3$  è il rapporto tra l'EBIT aziendale e il totale attivo,  $X_4$  è il rapporto tra il valore contabile del patrimonio netto e il totale del passivo e  $X_5$  è il rapporto tra i ricavi di vendita e il totale dell'attivo. Rispetto alla formulazione originaria dello *Z-Score* (Altman, 1968), per la costruzione della sua prima rivisitazione, Altman sostituì il valore di mercato del patrimonio netto con il relativo valore contabile.

In base allo *Z'-Score* un'impresa è da ritenersi strutturalmente solida quando i valori di  $Z$  sono maggiori di 2,99, mentre è considerata in *default* per valori di  $Z$  inferiori a 1,23. L'area compresa tra i due estremi (1,23; 2,99) definisce una condizione di incertezza ("zona grigia").

Come anticipato, alla prima revisione ne seguì una seconda, lo *Z'' Score*. In tale formulazione, Altman mantenne le medesime variabili adottate nello *Z' Score* con eccezione dell'indice  $X_5$  (ovvero, il rapporto vendite/attività totali) al fine di depurare la funzione dalla possibile influenza dovuta al settore merceologico di riferimento. I coefficienti assumono i seguenti valori:

$$Z'' = 3,25 + 6,56 X_2 + 3,261 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4 \quad (2)$$

dove le variabili  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$  e  $X_4$  sono le medesime dello *Z'-Score*.

Come si può notare, Altman aggiunse una costante di 3,25 al fine di standardizzare i risultati pari a 0 che equivarrebbero alla situazione di

---

<sup>(11)</sup> In particolare, si precisa che il DSCR non è stato impiegato in quanto la natura previsionale ne ha impedito il calcolo mediante i dati "a consuntivo". Inoltre, si segnala che l'indice di indebitamento previdenziale-tributario è stato calcolato al netto dei debiti già scaduti in esercizi precedenti e non riportati nei successivi a causa dell'indisponibilità dei valori necessari. Pertanto, la presenza di una condizione di difficoltà economico-finanziaria è stata verificata attraverso il *patrimonio netto* e, nel caso in cui questo fosse positivo, gli *indici di settore*.

default. Rispetto alla precedente versione, la “zona grigia” è delimitata dai valori 4,75 e 6,25; al di sopra di 6,25, l’impresa viene giudicata “in salute” mentre, per valori inferiori a 4,75, è considerata insolvente.

Ciò premesso, si è proceduto successivamente all’elaborazione di una funzione discriminante di tipo *Z-Score* (*Z\*-Score*) temporalmente aggiornata (e calibrata sul campione di analisi) mediante l’utilizzo di un opportuno *software* di modellazione predittiva (DTREG) che ha consentito di stimare i nuovi coefficienti delle variabili ed i nuovi punti di *cut-off* che definiscono le tre zone valutative (“insolvenza”, “grigia” e “rischio nullo”) (12). Il modello *Z\*-Score* risultante è il seguente:

$$Z^* \text{-Score} = -0.108 X_1 + 3.291 X_2 + 6.987 X_3 - 0,142 X_4 \quad (3)$$

dove  $X_1$ ,  $X_2$ ,  $X_3$  e  $X_4$  sono i quozienti dello *Z\*-Score* (13).

Al fine di superare la logica sottostante il sistema di allerta, secondo la quale uno stato di crisi è presunto con il superamento congiunto di determinati indici singolarmente considerati, in quanto riteniamo non consideri la correlazione tra gli stessi, abbiamo definito una nuova versione che combini l’efficacia predittiva dell’indice di patrimonio netto e la semplicità di un modello *Z-Score* avente gli *indici di settore* quali variabili indipendenti. Seguendo la medesima procedura adottata per l’elaborazione dello *Z\*-Score*, utilizzando DTREG si sono identificati i nuovi *coefficienti* ed i punti *cut-off* (14). Il nuovo *Z\*\*-Score* è esprimibile nei seguenti termini:

$$Z^{**} \text{-Score} = 1,72 + 0,013709 X_1 + 0,002998 X_2 - 0,000036 X_3 + 0,041849 X_4 - 0,045367 X_5 \quad (4)$$

dove:  $X_1$  è l’indice di sostenibilità degli oneri finanziari;  $X_2$  è l’indice di adeguatezza patrimoniale;  $X_3$  è l’indice di ritorno liquido dell’attivo;  $X_4$  è l’indice di liquidità;  $X_5$  è l’indice di indebitamento previdenziale e tributario.

Al fine di esprimere un giudizio mediante il *nuovo sistema di allerta* è necessario procedere ad una valutazione congiunta di due parametri: *indice*

(12) In termini operativi, si è introdotta la variabile dipendente  $y$  (che assume valore 1 se l’impresa è insolvente e 0 altrimenti). Si sono considerate, inoltre, come variabili indipendenti le medesime dello *Z\*-Score* e si procede al loro calcolo con i dati di bilancio delle società del campione riferibili all’anno 2018.

(13) Oltre ai nuovi coefficienti, il software fornisce l’ammontare degli errori di tipo I (falsi negativi) e di tipo II (falsi positivi) commessi dal nuovo modello, i quali sono funzionali alla determinazione dei punti *cut-off*. Calcoliamo i valori  $Z^*$  utilizzando i dati contabili delle imprese riferiti all’anno 2018 e, dopo averli riordinati secondo un ordine crescente, mettiamo in evidenza i falsi negativi e i falsi positivi. La cosiddetta “grey zone” non è altro che quell’intervallo delimitato dal valore più basso associato agli errori di tipo I e dal valore più alto associato agli errori di tipo II. In termini numerici, la zona di incertezza è circoscritta dal limite inferiore pari a 0,227 e dal limite superiore 0,286. Pertanto, la zona di insolvenza è definita per valori  $Z^*$  inferiori a 0,227 e la zona di rischio nullo per valori superiori a 0,286.

(14) Con riferimento allo *Z\*\*-Score* un’impresa è da considerarsi “in salute” per valori maggiori di 1.476 e in stato di default per valori inferiori a 1.146.

di patrimonio netto e (nel caso in cui il relativo valore risulti positivo) calcolo dello  $Z^{**}$ -Score. Per rendere semplice e intuitivo lo strumento, per ciascuna combinazione, abbiamo deciso di introdurre nuovi livelli di allerta accompagnati da una chiave interpretativa sul (presunto) status dell'impresa. Un quadro riassuntivo è offerto in Tabella 9.

TABELLA 9 - Le aree di giudizio del nuovo sistema di allerta

Indice di patrimonio netto	$Z^{**}$ -Score	Livello di allerta	Descrizione
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di insolvenza	Alto	Stato di crisi certo e consolidato nel tempo maturato dalla presenza di ingenti perdite nonché gravi problematiche strutturali e di liquidità.
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di incertezza	Medio/Alto	Elevata probabilità di insolvenza legata ad un'alta leva finanziaria e/o difficoltà di liquidità temporanee tali da pregiudicare il rimborso degli impegni finanziari a scadenza.
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di rischio nullo	Medio	Grado di insolvenza significativo per la presenza di disequilibri strutturali-patrimoniali
Positivo	Zona di insolvenza	Medio	Grado di insolvenza moderato dovuto a delle fragilità di tipo economico-finanziario
Positivo	Zona di incertezza	Medio/Basso	Bassa probabilità di default grazie ad un buon equilibrio patrimoniale.
Positivo	Zona di rischio nullo	Basso/Nulla	Rischio di default minimo/nullo grazie alla capacità di onorare le obbligazioni secondo naturale scadenza e una buona struttura patrimoniale ed economica

Note: per ciascuna combinazione possibile tra l'indice di patrimonio netto e lo  $Z^{**}$ -Score, è stato assegnato un livello di allerta con l'obiettivo di illustrare la gravità della condizione in cui versa l'impresa. A ciascun livello, viene riportata una descrizione con la funzione di fornire un dettaglio in termini economici, patrimoniali e finanziari sullo status dell'impresa.

Descritta la metodologia, abbiamo valutato l'accuratezza predittiva dei diversi modelli attraverso i dati contabili riferiti all'anno 2019. Diversamente, per analizzare l'attendibilità del *nuovo sistema di allerta* introdotto, vengono considerati i valori di bilancio per il biennio 2019-2020 di un differente campione.

## 5. Risultati Empirici.

### 5.1. Il sistema di allerta.

L'applicazione del *sistema di allerta* ai due campioni evidenzia un'ottima capacità segnaletica dell'indice di patrimonio netto, poiché ben 33 imprese anomale su 43 presentano valori negativi o inferiori al minimo legale prima dell'avvio delle procedure concorsuali (Tabella 10) <sup>(15)</sup>. L'ottima capacità predittiva

<sup>(15)</sup> Sorprendente appare, invece, la segnalazione di 3 imprese sane; prendendo in esame i loro bilanci, si desume che, in fase di costituzione delle società, i rispettivi soci non

tiva dell'indice di patrimonio netto si evince anche in chiave temporale (Tabella 11); il numero di imprese anomale segnalate in stato di crisi tende, infatti, a crescere con l'approssimarsi delle procedure, passando da 11 nel 2018 a ben 33 nel 2019.

TABELLA 10 - Accensione dei segnali di allerta introdotti dal CNDCEC

	Patrimonio netto negativo	Indice di sostenibilità degli oneri finanziari	Indice di adeguatezza patrimoniale	Indice di liquidità	Indice di ritorno liquido dell'attivo	Indebitamento previdenziale e tributario
Imprese anomale	33	25	19	21	41	33
Imprese sane	3	14	12	20	25	19
Totale	36	39	31	41	66	52

Note: le soglie sono state definite dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili nella bozza dal titolo "Crisi d'impresa". Gli indici di allerta". Come specificato all'interno del documento, è stata definito un valore-soglia diverso a seconda del settore merceologico di appartenenza.

TABELLA 11 - Numero di imprese anomale segnalate dagli indici - Dettaglio per anno

Anni	Patrimonio netto negativo		Indice di sostenibilità degli oneri finanziari		Indice di adeguatezza patrimoniale		Indice di liquidità		Indice di ritorno liquido dell'attivo		Indebitamento previdenziale e tributario	
2019	33	10	5	5	3	7	6	4	9	1	9	1
2018	11	32	16	16	14	18	12	20	27	5	24	8
2017	6	37	14	23	5	30	10	25	24	11	22	13
2016	2	41	16	25	7	34	10	41	25	16	24	17
2015	1	42	19	23	8	34	11	31	27	15	23	19

Note: per ciascun anno e indice, nelle colonne evidenziate in rosso, viene riportato il numero di imprese appartenenti al gruppo "fallite" nelle quali si è verificato l'accensione del segnale di allerta; al contrario, nelle colonne di color verde, viene collocato il numero di imprese fallite nelle quali non si è riscontrato l'accensione del segnale.

La Tabella 12 mette in evidenza come il congiunto superamento delle soglie fissate per i cinque indici di settore avvenga con probabilità modesta. Si desume, pertanto, che i valori-limite introdotti dal CNDCEC sono tendenzialmente poco efficaci rispetto alla finalità di segnalare tempestivamente condizioni di difficoltà economico-finanziaria.

TABELLA 12 - Numero di imprese anomale segnalate dal sistema di allerta

Anni	Patrimonio netto negativo	Superamento congiunto degli indici di settore	Totale imprese segnalate
2019	33	0	33
2018	11	4	15
2017	6	0	6
2016	2	0	2
2015	1	1	2

Note: per ciascun anno, si riporta il numero di imprese appartenenti al gruppo "fallite" nelle quali è stato accertato un patrimonio netto negativo o il superamento congiunto degli indici di settore. All'avveramento di una delle suddette condizioni (o entrambe), l'impresa è da considerarsi in dissesto.

abbiano provveduto all'intero versamento del capitale sociale, motivo per cui il patrimonio netto al netto dell'ammontare dei "crediti verso soci per versamenti ancora dovuti" risulta negativo.

Applicando lo strumento alle imprese sane (Tabella 13), si osserva che, in aggiunta agli indici di *ritorno liquido dell'attivo* e di *indebitamento previdenziale-tributario*, anche l'*indice di liquidità* singolarmente considerato si è dimostrato poco efficace (è stata infatti riscontrata una sua attivazione in oltre il 20% dei casi). In linea generale tuttavia l'accuratezza complessiva appare del tutto accettabile considerando l'esiguo numero di falsi positivi (Tabella 14).

TABELLA 13 - Numero di imprese sane segnalate dagli indici - Dettaglio per anno

Anni	Patrimonio netto negativo		Indice di sostenibilità degli oneri finanziari		Indice di adeguatezza patrimoniale		Indice di liquidità		Indice di ritorno liquido dell'attivo		Indebitamento previdenziale e tributario	
2019	1	42	6	36	5	37	9	33	13	29	7	35
2018	1	42	2	40	2	40	8	34	8	34	6	36
2017	1	42	5	37	2	40	6	36	8	34	5	37
2016	2	41	6	35	5	36	9	32	9	32	10	31
2015	2	41	8	33	8	33	11	30	13	28	12	29

Note: per ciascun anno e indice, nelle colonne evidenziate in rosso, viene riportato il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" nelle quali si è verificato l'accensione del segnale di allerta; al contrario, nelle colonne di color verde, viene collocato il numero di imprese in attività nelle quali non si è riscontrato l'accensione del segnale.

TABELLA 14 - Numero di imprese sane segnalate dal sistema di allerta

Anni	Patrimonio netto negativo	Superamento congiunto degli indici di settore	Totale imprese segnalate
2019	1	0	1
2018	1	0	1
2017	1	0	1
2016	2	0	2
2015	2	0	2

Note: per ciascun anno, si riporta il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" nelle quali è stato accertato un patrimonio netto negativo o il superamento congiunto degli indici di settore. All'avveramento di una delle suddette condizioni (o entrambe), l'impresa è da considerarsi in dissesto.

Dal punto di vista della localizzazione territoriale (Tabella 15), le aziende "anomale" più segnalate dal sistema di allerta sono ubicate nel nord-ovest. Da notare, inoltre, il progressivo aumento delle imprese "anomale" per tutte le aree geografiche nel quinquennio analizzato, ad eccezione del Centro Italia e del Mezzogiorno dove l'andamento appare discontinuo. Sulla base del dato dimensionale (Tabella 16), sembra sussistere una relazione inversa, ovvero nelle realtà più piccole risulta più facile intercettare difficoltà strutturali (grazie all'indice di patrimonio netto ma anche mediante il superamento congiunto degli indici di settore). In linea con questi risultati, anche nell'ambito delle imprese "sane" risultano più segnalate le imprese piccole e micro. A livello settoriale (Tabella 17), nell'anno precedente l'avvio della procedura fallimentare, le più significative evidenze di crisi provengono dal settore manifatturiero,

dai servizi alle imprese, dal commercio all'ingrosso e di autoveicoli.

TABELLA 15 - Numero di imprese anomale segnalate dal sistema di allerta - Dettaglio per localizzazione territoriale

	2019	2018	2017	2016	2015
Nord-Ovest	17	8	5	2	2
Nord-Est	9	1	0	0	0
Centro Italia	6	5	1	0	0
Sud e Isole	2	2	1	2	2
<b>Totale</b>	<b>34</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

Note: per ciascun anno e macro-area, si riporta il numero di imprese appartenenti al gruppo "fallite" segnalate in dissesto dal sistema di allerta.

TABELLA 16 - Numero imprese anomale segnalate - Dettaglio per dimensione aziendale

Anni	Dimensione	Patrimonio netto negativo	Superamento congiunto degli indici di settore	Totale imprese segnalate
2019	Grande	1 (0)	0 (0)	1 (0)
	Media	5 (1)	0 (0)	4 (1)
	Piccola	19 (0)	0 (0)	19 (0)
	Micro	9 (0)	0 (0)	9 (0)
	<b>Totale</b>	<b>34 (1)</b>	<b>0 (0)</b>	<b>34 (1)</b>
2018	Grande	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Media	3 (0)	0 (0)	3 (0)
	Piccola	5 (0)	2 (0)	7 (0)
	Micro	4 (1)	2 (0)	6 (1)
	<b>Totale</b>	<b>12 (1)</b>	<b>4 (0)</b>	<b>16 (1)</b>
2017	Grande	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Media	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Piccola	3 (0)	0 (0)	3 (0)
	Micro	4 (1)	0 (0)	4 (1)
	<b>Totale</b>	<b>7 (1)</b>	<b>0 (0)</b>	<b>7 (1)</b>
2016	Grande	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Media	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Piccola	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Micro	4 (2)	0 (0)	4 (2)
	<b>Totale</b>	<b>4 (2)</b>	<b>0 (0)</b>	<b>4 (2)</b>
2015	Grande	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Media	0 (0)	0 (0)	0 (0)
	Piccola	0 (0)	1 (0)	1 (0)
	Micro	3 (1)	0 (0)	3 (1)
	<b>Totale</b>	<b>3 (1)</b>	<b>1 (0)</b>	<b>4 (2)</b>

Note: per ciascun anno e categoria dimensionale, si riporta il numero di imprese appartenenti al gruppo "fallite" segnalate in dissesto dal sistema di allerta. Tra parentesi viene riportato, invece, il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" segnalate in stato di default dal sistema di allerta.

TABELLA 17 - Numero imprese anomale segnalate - Dettaglio per classificazione merceologica elaborata dal CNDCEC

	2019	2018	2017	2016	2015
[A] Agricoltura, silvicoltura e pesca	0	0	0	0	0
[B] Estrazione, [C] Manifattura, [D] Produzione di energia/gas	16	6	1	0	0
[E] Fornitura di acqua, reti fognarie e rifiuti, [D] Trasmissione energia/gas	0	0	0	0	0
[F41] Costruzioni	2	1	0	0	0
[F42] Ingegneria civile, [F43] Costruzioni specializzate	2	1	2	1	1
[G45] Commercio all'ingrosso e al dettaglio di autoveicoli, [G46] Commercio all'ingrosso, [D] Distribuzione di energia/gas	5	3	1	1	1
[G47] Commercio al dettaglio, [I56] Bar e ristoranti	3	3	2	2	2
[H] Trasporti e magazzino, [I55] Hotel	0	0	0	0	0
[JMN] Servizi alle imprese	5	2	1	0	0
[PQRS] Servizi alle persone	1	0	0	0	0
Totale	34	16	7	4	4

Note: per il quinquennio considerato e classificazione merceologica, si riporta il numero di imprese appartenenti al gruppo "fallite" segnalate in dissesto dal sistema di allerta.

Infine, se si analizza la *tempestività predittiva* del sistema di allerta (Tabella 18) si può notare che il 38,37% delle imprese "anomale" è stato segnalato nell'anno precedente l'avvio della procedura concorsuale, una percentuale che tende progressivamente a dimezzarsi man mano che ci si allontana dal punto di riferimento. In media, lo strumento elaborato dal CNDCEC predice la presenza di una condizione di difficoltà economico-patrimoniale circa un anno e sette mesi prima rispetto il ricorso al fallimento.

TABELLA 18 - Numero imprese anomale segnalate - Dettaglio per serie storica

	t <sub>-1</sub>	t <sub>-1</sub> (%)	t <sub>-2</sub>	t <sub>-2</sub> (%)	t <sub>-3</sub>	t <sub>-3</sub> (%)	t <sub>-4</sub>	t <sub>-4</sub> (%)	t <sub>-5</sub>	t <sub>-5</sub> (%)
Numero imprese anomale	33	38,37%	15	17,44%	4	4,65%	2	2,33%	1	1,16%
<i>Media (anni)</i>	1,60									

Note: per ciascun anno antecedente il fallimento, si riporta il numero di imprese costantemente in default secondo il sistema di allerta. A titolo di esempio, nel terzo anno precedente il dissesto, solo 4 imprese appartenenti al gruppo "fallite" sono state segnalate anche nei due anni successivi (t-2 e t-1).

## 5.2. I modelli Z-Score.

L'elaborazione degli *Z-Score* nel quinquennio 2015-2019 (Tabella 19) evidenzia che ben 57 imprese su 86 (66,28%) vengono classificate come insolventi. In particolare, con riferimento alle "anomale", la percentuale tende progressivamente a crescere con l'avvicinarsi della procedura concorsuale: se nel terzultimo bilancio, circa il 27% era classificato tra le "incerte", nell'ultimo anno disponibile (2019) si registra un crollo al 4%. Per quanto riguarda le imprese "sane", l'analisi ha messo in evidenza come la maggioranza dei punteggi ottenuti fosse da collocare nelle zone di insolvenza e di incertezza. Risulta interessante notare che solo il 20% fosse collocato nel *cluster* "rischio nullo".

TABELLA 19 - Distribuzione delle imprese per ciascuna zona di giudizio secondo lo Z-Score e Z'-Score

		Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2019	Imprese anomale	41	2	0	43
	Imprese sane	16	18	9	43
	Totale	57	20	9	86
2018	Imprese anomale	34	7	2	43
	Imprese sane	16	18	9	43
	Totale	50	25	11	86
2017	Imprese anomale	27	12	4	43
	Imprese sane	18	17	8	43
	Totale	45	29	12	86
2016	Imprese anomale	28	10	5	43
	Imprese sane	18	17	8	43
	Totale	46	27	13	86
2015	Imprese anomale	26	13	4	43
	Imprese sane	20	17	6	43
	Totale	46	30	10	86

Note: per ciascun anno del quinquennio considerato, si riporta il numero di imprese appartenenti ai due gruppi distinte sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione degli Z-Score

Con riferimento alle *aree geografiche* (Tabella 20) si rileva una concentrazione più elevata nel nord-ovest. Inoltre, si può notare che nell'area del sud e delle isole, gli Z-Score classificano erroneamente le imprese "sane"; infatti, nel 2019, il 90,9% ubicate al sud sono state giudicate in default.

TABELLA 20 - Distribuzione delle imprese per zone di giudizio - Dettaglio per localizzazione territoriale

Anni	Area	Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2019	Nord-Ovest	23 (5)	10 (10)	1 (1)	34 (16)
	Nord-Est	13 (1)	3 (3)	5 (5)	21 (9)
	Centro-Italia	7 (0)	5 (4)	3 (3)	15 (7)
	Sud e Isole	14 (10)	2 (1)	0 (0)	16 (11)
	Totale	57 (16)	20 (18)	9 (9)	86
2018	Nord-Ovest	19 (4)	12 (9)	3 (3)	34 (16)
	Nord-Est	11 (2)	6 (4)	4 (3)	21 (9)
	Centro-Italia	9 (2)	3 (3)	3 (2)	15 (7)
	Sud e Isole	11 (8)	4 (2)	1 (1)	16 (11)
	Totale	50 (16)	25 (18)	11 (9)	86
2017	Nord-Ovest	19 (6)	14 (9)	1 (1)	34 (16)
	Nord-Est	8 (2)	8 (4)	5 (3)	21 (9)
	Centro-Italia	8 (2)	4 (2)	3 (3)	15 (7)
	Sud e Isole	10 (8)	3 (2)	3 (1)	16 (11)
	Totale	45 (18)	29 (17)	12 (8)	86
2016	Nord-Ovest	17 (5)	13 (9)	4 (2)	34 (16)
	Nord-Est	11 (4)	5 (2)	5 (3)	21 (9)
	Centro-Italia	7 (1)	6 (4)	2 (2)	15 (7)
	Sud e Isole	11 (8)	3 (2)	2 (1)	16 (11)
	Totale	46 (18)	27 (17)	13 (8)	86
2015	Nord-Ovest	18 (6)	12 (8)	4 (2)	34 (16)
	Nord-Est	9 (2)	9 (5)	3 (2)	21 (9)
	Centro-Italia	7 (3)	7 (3)	1 (1)	15 (7)
	Sud e Isole	12 (9)	2 (1)	2 (1)	16 (11)
	Totale	46 (20)	30 (17)	10 (6)	86

Note: per ciascun anno del quinquennio considerato e ciascuna macro-area, viene riportato il numero di imprese appartenenti al gruppo delle "anomale" sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione degli Z-Score. Tra parentesi viene riportato, invece, il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" per ciascuna area di giudizio.

Secondo un *criterio dimensionale* (Tabella 21), si evidenzia una progressiva transizione ad insolvenza delle piccole società (che fino all'anno 2017 erano classificate nella zona di rischio nullo o di incertezza). Inoltre, relativamente alle due grandi imprese appartenenti al sottoinsieme "anomale" è interessante notare come solo una sia stata correttamente classificata come insolvente.

TABELLA 21 - Distribuzione delle imprese per zone di giudizio - Dettaglio per dimensione

Anni	Dimensione	Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2019	Grande	1 (0)	1 (0)	0 (0)	2 (0)
	Media	8 (4)	2 (2)	0 (0)	10 (6)
	Piccola	31 (8)	6 (6)	4 (4)	41 (18)
	Micro	17 (4)	11 (10)	5 (5)	33 (19)
	Totale	57 (16)	20 (18)	9 (9)	86
2018	Grande	1 (0)	0 (0)	1 (0)	2 (0)
	Media	8 (4)	2 (2)	0 (0)	10 (6)
	Piccola	25 (7)	12 (7)	4 (4)	41 (18)
	Micro	16 (5)	11 (9)	6 (5)	33 (19)
	Totale	50 (16)	25 (18)	11 (9)	86
2017	Grande	2 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)
	Media	7 (4)	3 (2)	0 (0)	10 (6)
	Piccola	21 (8)	15 (7)	5 (3)	41 (18)
	Micro	15 (6)	11 (8)	7 (5)	33 (19)
	Totale	45 (18)	29 (17)	12 (8)	86
2016	Grande	2 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)
	Media	7 (4)	3 (2)	0 (0)	10 (6)
	Piccola	23 (9)	14 (6)	4 (3)	41 (18)
	Micro	14 (5)	10 (9)	9 (5)	33 (19)
	Totale	46 (18)	27 (17)	13 (8)	86
2015	Grande	2 (0)	0 (0)	0 (0)	2 (0)
	Media	6 (4)	4 (2)	0 (0)	10 (6)
	Piccola	22 (9)	15 (7)	4 (2)	41 (18)
	Micro	16 (7)	11 (8)	6 (4)	33 (19)
	Totale	46 (20)	30 (17)	10 (6)	86

Note: per ciascun anno del quinquennio considerato e ciascuna categoria dimensionale, viene riportato il numero di imprese appartenenti al gruppo delle "anomale" sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione degli Z-Score. Tra parentesi viene riportato, invece, il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" per ciascuna area di giudizio.

Con riferimento ai *codici Ateco* (Tabella 22), le aziende legate al settore manifatturiero (lettere B, C e D) sono classificate come insolventi o in stato di incertezza. Infatti, le sole società considerate in buone condizioni dagli *Z-Score* appartengono al sottoinsieme "sane". Con riferimento ai settori delle costruzioni, delle attività di ingegneria civile e dei lavori di edilizia specializzata si registra a partire dal 2017 una stabilità del numero di imprese in ciascuna zona di giudizio. Al contrario, nel settore terziario (dalla lettera G alla lettera S), si osserva spesso una redistribuzione tra l'area di incertezza e quella di insolvenza.

TABELLA 22 - Distribuzione delle imprese per zone di giudizio - Dettaglio per classificazione merceologica elaborata dal CNDCEC

Settori	2019		2018		2017		2016		2015	
	Zona di insolvenza	Zona di rischio medio	Zona di insolvenza	Zona di rischio medio	Zona di insolvenza	Zona di rischio medio	Zona di insolvenza	Zona di rischio medio	Zona di insolvenza	Zona di rischio medio
[A] Agricoltura, silvicoltura e pesca	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[B] Estrazione: [C] Manifattura, [D] Produzione di energia-gas	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
[E] Fornitura di acqua, reti fognarie e rifiuti, [F] Trasmissione energia-gas	21	12	1	19	13	2	14	19	1	17
[F41] Costruzioni	(4)	(12)	(1)	(4)	(11)	(2)	(4)	(12)	(1)	(7)
[F42] Ingegneria civile, [F43] Costruzioni specializzate	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
[G45] Commercio all'ingrosso e al dettaglio di autoveicoli, [G46] Commercio all'ingrosso, [D] Distribuzione di energia-gas	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
[G47] Commercio al dettaglio, [H4] Bar e ristoranti	1	0	1	3	0	1	3	1	0	4
[H] Trasporti e ospitalità, [I55] Hotel	(1)	(0)	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)	(0)	(2)
[J68] Servizi alle imprese	4	2	0	3	2	1	3	0	3	1
[K28] Servizi alle persone	(2)	(1)	(0)	(1)	(1)	(2)	(0)	(1)	(2)	(0)
Totale / anno	57	20	9	50	25	11	45	29	12	46
Totale / anno	(16)	(18)	(9)	(16)	(18)	(9)	(18)	(17)	(9)	(20)
Totale / anno	86	86	86	86	86	86	86	86	86	86

Note: per ciascun anno del quadripartito considerato è indicato anche il corrispettivo, non ripartito in settori, di imprese appartenenti al gruppo delle "sane" con l'area di giudizio medio del gruppo Z-score. Tra parentesi non ripartite, invece, il numero di imprese appartenenti al gruppo "sane" per ciascuna area di giudizio.

Rispetto al *sistema di allerta*, gli *Z-Score* si sono dimostrati più adatti a classificare le imprese “anomale” con l’avvicinarsi della procedura concorsuale. Infatti, si rileva un aumento del numero di imprese in stato di insolvenza già a partire dall’anno 2017. Inoltre, tali modelli (Tabella 23) si sono rivelati più tempestivi nel prevedere uno stato di default (anticipo in media di 2 anni e 4 mesi rispetto all’avvio dell’iter fallimentare).

TABELLA 23 - Numero imprese in default secondo gli Z-Score - Dettaglio per serie storica

	t <sub>-1</sub>	t <sub>-1</sub> (%)	t <sub>-2</sub>	t <sub>-2</sub> (%)	t <sub>-3</sub>	t <sub>-3</sub> (%)	t <sub>-4</sub>	t <sub>-4</sub> (%)	t <sub>-5</sub>	t <sub>-5</sub> (%)
Numero imprese anomale	41	47,67%	25	29,07%	14	16,28%	13	15,12%	12	13,95%
Media (anni)	2,33									

Note: per ciascun anno antecedente il fallimento, si riporta il numero di imprese costantemente in default secondo gli Z-Score. A titolo di esempio, nel terzo anno precedente il dissesto, 14 imprese appartenenti al gruppo “fallite” sono state segnalate anche nei due anni successivi (t<sub>2</sub> e t<sub>1</sub>).

Dal raffronto con i risultati ottenuti mediante il *sistema di allerta*, gli *Z-Score* (Tabella 24) presentano una più elevata capacità predittiva (essi considerano in dissesto un numero maggiore di società “anomale”; oltre il 66% dell’intero campione nell’anno 2019 contro il 40% del sistema di allerta). Inoltre, si nota una progressiva riduzione delle imprese considerate in crisi dal modello elaborato dal CNDCEC a causa del peggioramento della capacità segnaletica dell’indice di patrimonio netto man mano che ci si allontana dall’avvio della procedura concorsuale. Tale indice appare quindi efficace solo nel breve termine (massimo 1 anno). Appare peraltro singolare l’elevato numero di aziende “sane” aventi valori Z piuttosto bassi<sup>(16)</sup>.

(16) Dall’esame dei loro bilanci, è emerso che un buon numero di queste società ha riportato valori negativi o esigui del capitale circolante netto rispetto all’ammontare dell’attivo patrimoniale, evidenziando quindi uno squilibrio patrimoniale-finanziario dovuto all’incapacità di rimborsare le future obbligazioni attraverso le attività più liquide. Un altro componente chiave che apporta il suo contributo nella riduzione dei valori Z è il risultato operativo, ovvero

TABELLA 24 - Riepilogo imprese segnalate dall'applicazione degli indici di allerta e degli Z-Score

	Imprese segnalate dal sistema di allerta		Percentuale imprese segnalate dal sistema di allerta (*)		Imprese segnalate dagli Z-Score		Percentuale imprese segnalate dagli Z-Score (*)	
	Anomale	Sane	Anomale	Sane	Anomale	Sane	Anomale	Sane
2019	33	1	38,37%	1,16%	41	16	47,67%	18,60%
2018	15	1	17,44%	1,16%	34	16	39,53%	18,60%
2017	6	1	6,98%	1,16%	27	18	31,40%	20,93%
2016	2	2	2,33%	2,33%	28	18	32,56%	20,93%
2015	2	2	2,33%	2,33%	26	20	30,23%	23,26%

(\*) La percentuale è stata ottenuta dal rapporto tra il numero annuale delle imprese segnalate e 86, quale totale della popolazione

Note: per ciascun anno, viene riportato un prospetto di sintesi del numero di imprese appartenenti ai due gruppi complessivamente segnalate dagli strumenti predittivi utilizzati

Per concludere si producono le cd *matrici di confusione*, ovvero le griglie che riepilogano le classificazioni non coerenti in modo tale da porre in evidenza gli errori di tipo I e di tipo II (Tabella 25). Con riferimento ai risultati dell'anno 2019, si nota una maggiore accuratezza predittiva degli Z-Score alla luce delle 41 imprese anomale su 43 correttamente classificate rispetto alle 33 segnalate dal sistema di allerta, generando un ammontare di falsi negativi pari a 10 (errori di tipo II). La valutazione è del tutto opposta se si osservano i risultati ottenuti nel sottoinsieme "sane". Infatti, gli indicatori del CNDCEC confermano tale status per ben 42 aziende su 43, mentre i modelli Z-Score ne collocano nella *safe-zone* solo 9, causando 34 falsi positivi (errori di tipo I).

Complessivamente, il sistema di allerta classifica in modo corretto 75 società su 86 (sommatoria dei valori riportati nella diagonale principale), superando in termini generali il modello Z-Score di ben 25 imprese.

TABELLA 25 - Matrici di confusione del sistema di allerta e degli Z-Score

		Previsione del sistema di allerta				Previsione degli Z-Score	
		Anomale	Sane			Anomale	Sane
Stato attuale	Imprese anomale	33	10	Stato attuale	Imprese anomale	41	2
	Imprese sane	1	42		Imprese sane	34	9

Note: si riportano le matrici di confusione dei due modelli analizzati con la finalità di mettere in evidenza, oltre alle corrette classificazioni, gli errori commessi dai due strumenti predittivi. Per "stato attuale" si intende lo *status* che categorizzava una determinata impresa appartenente prima di essere sottoposta ad analisi.

la differenza tra ricavi e costi di produzione, in quanto i ricavi vengono integralmente assorbiti dai costi legati al personale e all'acquisto delle materie prime. Infine, anche il rapporto tra il patrimonio netto e il totale dei debiti concorre ad abbassare lo Z, in quanto i valori del patrimonio netto sono nettamente inferiori all'ammontare complessivo dei debiti delineando una situazione di sottocapitalizzazione.

### 5.3. Il modello Z\*- Score.

Applicando lo Z\*-Score al medesimo campione (Tabella 26), si nota una maggiore capacità discriminante della nuova versione in quanto solo 11 imprese su 86 sono state classificate in modo errato. Si segnala, inoltre, un numero esiguo di società collocate nella zona di incertezza. Un confronto dettagliato tra lo Z\*-Score e il modello originario è fornito dalla Tabella 27. Nonostante l'aumento del numero di falsi positivi da 2 a 4 (errori di tipo I), lo Z\*-Score ha classificato correttamente 75 imprese su 86 eguagliando le prestazioni del sistema di allerta.

TABELLA 26 - Distribuzione delle imprese per zone di giudizio - Applicazione Z\*-Score

		Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2019	Imprese anomale	39	0	4	43
	Imprese sane	5	2	36	43
Totale		44	2	40	86

Note: si riporta il numero di imprese appartenenti ai due gruppi distinte sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione dello Z\*-Score utilizzando i dati di bilancio dell'anno 2019.

TABELLA 27 - Matrici di confusione dello Z\*-Score e dello Z-Score

		Previsione dello Z*-Score				Previsione dello Z-Score	
		Anomale	Sane			Anomale	Sane
Stato attuale	Imprese anomale	39	4	Stato attuale	Imprese anomale	41	2
	Imprese sane	7	36		Imprese sane	34	9

Note: si riportano le matrici di confusione dei due Z-Score analizzati con la finalità di mettere in evidenza, oltre alle corrette classificazioni, gli errori commessi dai due strumenti predittivi. Per "stato attuale" si intende lo statusche categorizzava una determinata impresa apparteneva prima di essere sottoposta ad analisi.

### 5.4. Il sistema di allerta reinterpretato.

Come chiarito nel precedente paragrafo 4, la logica alla base del funzionamento del nuovo sistema di allerta prevede la congiunta considerazione di due parametri (*indice di patrimonio netto* e *Z\*\*-Score*). Lo Z\*\*-Score, peraltro, ha classificato correttamente 78 imprese su 86, ovvero il 90,69% dell'intero campione, dimostrando un'efficacia predittiva maggiore rispetto alle precedenti versioni (Tabella 28).

Il nuovo sistema di allerta, nel suo complesso, si è rivelato il miglior modello predittivo identificando correttamente 80 imprese (su 86): 41 imprese (su 43) come insolventi e 39 imprese (su 43) come sane (Tabella 29).

TABELLA 28 - Distribuzione delle imprese per zone di giudizio - Applicazione Z\*\*\*-Score

		Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2019	Imprese anomale	40	2	1	43
	Imprese sane	3	2	38	43
Totale		43	4	39	86

Note: si riporta il numero di imprese appartenenti ai due gruppi distinte sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione dello Z\*\*\*-Score utilizzando i dati di bilancio dell'anno 2019.

TABELLA 29 - Distribuzione delle imprese secondo i nuovi livelli di allerta - Anno 2019

Indice di patrimonio netto	Z***-Score	Livello di allerta	Numero imprese anomale	Numero imprese sane
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di insolvenza	Alto	32	0
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di incertezza	Medio/alto	1	0
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di rischio nullo	Medio	0	1
Positivo	Zona di insolvenza	Medio	8	3
Positivo	Zona di incertezza	Medio/Basso	1	2
Positivo	Zona di rischio nullo	Basso/Nulla	1	37
Totale			43	43

Note: per ciascuna combinazione possibile tra l'indice di patrimonio netto e lo Z\*\*\*-Score, si riporta il numero delle imprese appartenenti ad entrambi i gruppi ("anomale" e "sane") distinte per livello di rischio riscontrato dall'applicazione del sistema di allerta reinterpretato sui dati di bilancio dell'anno 2019.

## 5.5. Selezione di un nuovo campione.

Al fine di verificarne l'attendibilità e l'efficacia, si propone di applicare il *nuovo sistema di allerta* introdotto nel paragrafo 5.4 ad un ulteriore campione, differente rispetto al precedente. Per selezionare le imprese da sottoporre a quest'analisi, si è adottata la medesima strategia di ricerca descritta nel paragrafo 3 con alcuni accorgimenti.

Il gruppo delle "fallite" è composto dalle sole imprese a carico delle quali fosse stata emessa una sentenza dichiarativa di fallimento tra il 1° Gennaio 2021 e il 31 Dicembre 2021. Ulteriori requisiti sono la data di chiusura dell'ultimo bilancio disponibile fissata al 31 Dicembre 2020 e la disponibilità dei dati utili ai fini del calcolo dei parametri per il biennio 2019-2020. Da questa scrematura è derivata una popolazione di 21 imprese.

A questo gruppo, si è deciso di costituire un insieme di controllo composto dal medesimo numero di imprese in attività, "equivalenti" per settore merceologico di appartenenza, anno di costituzione, localizzazione e ammontare dell'attivo patrimoniale. Tuttavia, a seguito dello scarso esito del matching ottenuto, si è deciso di escludere la variabile anagrafica dell'età.

Similmente a quanto analizzato nel paragrafo 3, abbiamo condotto un test statistico (t-test) al fine di fornire un giudizio sull'accettabilità del matching elaborato. Alla luce del *p-value* ottenuto riportato nella Tabella 30, possiamo affermare che la differenza osservata sul valore medio dell'attivo patrimoniale non è statisticamente significativa.

TABELLA 30 - Risultati del T-Test eseguito fra i due gruppi di imprese del nuovo campione

	Valore medio imprese fallite	Valore medio imprese in attività	Differenza valori medi	<i>p</i> -value
Attivo patrimoniale	6.247.563	6.207.198	40.365	0,9850

Note: il *T-Test* è stato condotto sul valore medio dell'attivo patrimoniale quale parametro quantitativo di selezione delle imprese in attività del nuovo campione da associare a ciascuna "fallita". Oltre ai valori medi e alla loro differenza, si riporta il *p-value* che esprime il livello di probabilità che la differenza osservata sia dovuta al caso.

Da un punto di vista descrittivo, il campione considerato è composto in prevalenza da imprese appartenenti al settore del commercio al dettaglio (28,57%), seguito dal manifatturiero e dalle costruzioni (19,05%). In termini di localizzazione delle sedi legali e operative, invece, l'area preponderante è il Nord con una percentuale del 71,43% di imprese rappresentanti.

### 5.6. Analisi dei risultati ottenuti.

L'applicazione del nuovo sistema di allerta a tutte le imprese del campione (Tabella 31) mette in evidenza come venga assegnato un livello di allerta "alto" alla maggioranza delle società anomale. In particolare, con l'approssimarsi della dichiarazione di fallimento, la percentuale cresce notevolmente: se nel penultimo bilancio depositato, a 9 imprese viene associato un rischio di default inferiore al livello "medio", nell'ultimo bilancio a disposizione il relativo numero scende a 3.

TABELLA 31 - Risultati ottenuti dal sistema di allerta reinterpretato sul nuovo campione

Indice di patrimonio netto	Z***-Score	Livello di allerta	Numero imprese anomale		Numero imprese sane	
			2020	2019	2020	2019
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di insolvenza	Alto	16	6	2	1
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di incertezza	Medio/alto	0	0	0	0
Negativo, ovvero al di sotto del minimo legale	Zona di rischio nullo	Medio	0	0	1	1
Positivo	Zona di insolvenza	Medio	2	6	1	1
Positivo	Zona di incertezza	Medio/Basso	0	5	1	0
Positivo	Zona di rischio nullo	Basso/Nulla	3	4	16	18
Totale			21	21	21	21

Note: per ciascuna combinazione possibile tra l'indice di patrimonio netto e lo Z\*\*\*-Score, si riporta il numero delle imprese appartenenti ad entrambi i gruppi ("anomale" e "sane") del nuovo campione distinte per livello di rischio riscontrato dall'applicazione del sistema di allerta reinterpretato sui dati di bilancio del biennio 2019-2020.

Più nel dettaglio, considerando i risultati ottenuti dalla sola applicazione dello Z\*\*\*-Score (Tabella 32) al gruppo delle società anomale, si osserva un'ottima efficacia predittiva del modello. Infatti, nell'anno che precede il fallimento, 18 società vengono classificate nella zona di insolvenza. Con l'avvicinamento del dissesto, si è rilevato naturalmente un crollo delle per-

formance aziendali con conseguente assunzione, nei casi più gravi, di punteggi  $Z^{**}$  nettamente negativi.

TABELLA 32 - Elaborazioni  $Z^{**}$ -Score sul nuovo campione

		Zona di insolvenza	Zona di incertezza	Zona di rischio nullo	Totale
2020	Imprese anomale	18	0	3	21
	Imprese sane	3	1	17	21
2019	Imprese anomale	12	5	4	21
	Imprese sane	2	0	19	21

Note: si riporta il numero di imprese appartenenti ai due gruppi del nuovo campione distinte sulla base del giudizio ottenuto dall'applicazione dello  $Z^{**}$ -Score utilizzando i dati di bilancio del biennio 2019-2020.

Quale termine di paragone, focalizzando l'attenzione sui giudizi espressi dal nuovo modello (*sistema di allerta*) sul gruppo delle società in attività (Tabella 31), si percepisce un livello di allerta piuttosto basso in ben 16 elementi nel 2020 (pari al 76% dell'insieme). Tuttavia, è da rilevare l'incremento del rischio nel biennio considerato; infatti, tra il 2019 e il 2020, si è innalzato il *segnale di warming* in due imprese "sane". Una plausibile motivazione è da ricondurre all'influenza alquanto negativa che la pandemia ha esercitato sulle dinamiche aziendali. Alle medesime conclusioni si giunge se vengono osservate le collocazioni delle società secondo lo  $Z^{**}$ ; infatti, il punteggio ottenuto dalla maggioranza si distribuisce nella zona di rischio nullo, con un valore medio di 3,191.

In termini di efficacia dello strumento nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento, quindi, è possibile constatare che il *nuovo sistema di allerta* ha correttamente classificato 35 imprese, pari al 83% dell'intero campione (Tabella 33). Con riferimento agli errori, invece, si osserva che il modello ne ha commessi 4 di I° tipo e 3 di II° tipo<sup>(17)</sup>.

Più nel dettaglio, gli errori di I° tipo (ovvero, imprese "sane" segnalate in allerta) sono riconducibili a società esercenti attività duramente colpite dalla pandemia, in particolare il commercio al dettaglio e il trasporto di merci su strada. Quanto agli errori di II° tipo, invece, nonostante le aziende fossero appartenenti ai settori influenzati dalla pandemia, il dissesto è da collegarsi a cause di natura diversa rispetto ai disequilibri economico-patrimoniale; infatti, queste sono caratterizzate da un elevato grado di solidità patrimoniale nonché da una buona liquidità.

<sup>(17)</sup> Per la definizione degli errori, sono stati considerati di tipo I° i casi in cui il livello di allerta fosse superiore al "medio/basso" per le imprese in attività, mentre di tipo II° una rischiosità inferiore al livello "medio" per le società fallite.

TABELLA 33 - Matrice di confusione del sistema di allerta sul nuovo campione

		Previsione del modello	
		Anomale	Sane
Stato attuale	Imprese anomale	18	3
	Imprese sane	4	17

Note: si riporta la matrice di confusione dei risultati ottenuti dal sistema di allerta reinterpretato sul nuovo campione con la finalità di mettere in evidenza, oltre alle corrette classificazioni, gli errori commessi. Le corrette classificazioni si collocano sulla diagonale principale dove lo "stato attuale" coincide con la "previsione del modello".

## 6. Conclusioni.

Nel presente lavoro è stata condotta una verifica empirica al fine di confrontare gli *Z-Score* e il sistema di allerta (CNDCEC) su un campione casuale composto da 86 imprese delle quali metà inattive a seguito della dichiarazione di fallimento. Alla luce dei risultati ottenuti, è possibile affermare che gli *Z-Score* hanno dimostrato una maggiore precisione (rispetto al sistema di allerta) nel segnalare situazioni di difficoltà in capo alle società fallite. Anche in termini di tempestività, gli *Z-Score* si sono dimostrati "dominanti"; infatti, l'arco temporale che mediamente intercorre tra prima segnalazione e dissesto è inferiore di 9 mesi rispetto al sistema di allerta. Lo studio ha messo in evidenza, con riferimento all'approccio CNDCEC, la scarsa probabilità con la quale si verifica un'accensione congiunta degli *indici di settore*. Divergenti, invece, sono stati gli esiti emersi dall'applicazione dei due strumenti al sottoinsieme delle società "sane". Il modello elaborato dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili si è rivelato, infatti, più preciso rispetto agli *Z-Score*.

Tenuto conto del citato differente grado di accuratezza (a seconda che la società sottoposta al controllo fosse fallita o in attività) si è quindi introdotto (non solo una nuova formulazione della funzione discriminante *Z-Score* ma anche) un vero e proprio nuovo sistema di allerta.

Le verifiche empiriche hanno, in conclusione, consentito di accertare come il nuovo sistema di allerta abbia evidenziato la miglior performance predittiva; infatti, esso è stato in grado di classificare correttamente più dell'83% delle società analizzate (35 imprese su 42).

Quanto emerso, con riguardo ai risultati derivanti dal nuovo sistema di allerta, può essere informativo in particolare al Consiglio Nazionale dei

Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili in virtù del ruolo che esso riveste nella definizione degli indici di allerta. Infatti, il presente lavoro segnala che la logica “combinata” alla base del sistema di allerta presenta delle criticità, in quanto non permette di prendere in considerazione la possibile correlazione tra gli indici di bilancio. Le evidenze riscontrate, dunque, suggeriscono una possibile tecnica di costruzione del sistema di allerta basata sul cosiddetto scoring multivariato.

Se da un lato, l’analisi offre una specifica rappresentazione all’evidenza proposta, dall’altro, si riconoscono delle limitazioni del lavoro, che implicano opportunità di ricerca futura. Un primo aspetto riguarda il numero limitato di imprese considerate. Un secondo aspetto da rimarcare riguarda gli indici di bilancio; a tal riguardo, le future ricerche potrebbero focalizzarsi sulla disamina di ulteriori indici da impiegare nei modelli. L’analisi proposta, in conclusione, evidenzia i limiti del *sistema di allerta* proposto dal CNDCEC e consente di proporre all’attenzione degli operatori e del *policy maker* una versione alternativa comparativamente più efficace nel prevedere tempestivamente l’insorgenza di difficoltà economico-finanziarie.

## Bibliografia

- AGNOLI N., ZAMBONI M., 2021, *Intelligenza artificiale e previsione delle crisi aziendali. Il primo standard definisce il framework di riferimento*. Amministrazione & Finanza, n.12, 33-40.
- AL-ALI, M.S., *The application of Altman’s Z-Score model in determining the financial soundness of healthcare companies listed in Kuwait Stock Exchange*, International Journal of Economic Papers 3/2018, pag. 1 e ss.
- AL-MANASEER, S.R., AL-OSHAIBAT, S.D., *Validity of Altman Z-Score model to predict financial failure: Evidence from Jordan*, International Journal of Economics and Finance 10/2018, pag. 181 e ss.
- ALTMAN, E., DANOVİ, A., FALINI, A., *Z-Score models’ application to Italian companies subject to extraordinary administration*, Journal of Applied Finance 23/2013, pag. 128 e ss.
- ALTMAN, E., HARTZELL, J., & PECK, M., *A Scoring System for Emerging Market Corporate Bonds*, Salomon Brothers High 1995.
- ALTMAN, EI, IWANICZ - DROZDOWSKA, M., LAITINEN, EK, SUVAS, A., *Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman’s Z - Score model*, Journal of International Financial Management and Accounting 27/2017, pag.131 e ss.
- ALTMAN, EI., *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, The Journal of Finance 23/1968, pag. 589 e ss.
- ALTMAN, EI., *Corporate Financial Distress*, John Wiley & Sons 1983.
- BABATUNDE, AA, AKEJU, JB, MALOMO, E., *The effectiveness of Altman’s Z-Score in predicting bankruptcy of quoted manufacturing companies in Nigeria*. European Journal of Business Economics and Accountancy 5/2017, pag. 74 e ss.

- BEAVER, W., *Financial ratios as predictors of failure*, Journal of Accounting Research 4/1966, pag. 71 e ss.
- BORRAJO, M., BARUQUE, B., CORCHADO, E., BAJO, J., CORCHADO, J., *Hybrid neural intelligent system to predict business failure in small-to-medium-size enterprises*. International Journal of Neural Systems 21/2011, pag. 277 e ss.
- CARMINCHAE, D. R., *The auditor's reporting obligation. The meaning and implementation of the fourth standard of reporting*, AICPA 1972.
- CHIENG, J. R., *Verifying the Validity of Altman's Z Score as a Predictor of Bank Failures in the case of the Eurozone*, National College of Dublin 2013.
- DIMITRAS, AI, SLOWINSKI, R., SUSMAGA, R., *Business failure prediction using rough sets*, European Journal of Operational Research 114/1999, pag. 263 e ss.
- DOUMPOS, M., ZOPOUNIDIS, C., *A multinational discrimination method for the prediction of financial distress: the case of Greece*, Multinational Finance Journal 3/1999, pag. 71 e ss.
- FOSTER, G., *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall 1986.
- FRYDMAN, H., ALTMAN, EI, KAO, D., *Introducing recursive partitioning for financial classification: the case of financial distress*, The Journal of Finance 40/1985, pag. 269 e ss.
- GEPP, A., KUMAR, K., BHATTACHARYA, S., *Business failure prediction using decision trees*, Journal of Forecasting 29/2010, pag. 536 e ss.
- JANURI, SARI, EN, DIYANTI, A., *The analysis of the bankruptcy potential comparative by Altman Z-Score, Springate and Zmijewski methods at cement companies listed in Indonesia Stock Exchange*, IOSR Journal of Business and Management 19/2017, pag. 80 e ss.
- KIM, M.-J., HAN, I., *The discovery of experts' decision rules from qualitative bankruptcy data using genetic algorithms*, Expert Systems with Applications 25/2003, pag. 637 e ss.
- LI, H., ADELI, H., SUN, J., HAN, J., *Hybridizing principles of TOPSIS with case-based reasoning for business failure prediction*, Computers & Operations Research 38/2011, pag. 409 e ss.
- LI, H., SUN, J., *Ranking-order case-based reasoning for financial distress prediction*, Knowledge-Based Systems 21/2008, pag. 868 e ss.
- LI, H., SUN, J., *Hybridizing principles of the Electre method with case-based reasoning for data mining: Electre-CBR-I and Electre-CBR-II*, European Journal of Operational Research 197/2009, pag. 214 e ss.
- LI, H., SUN, J., *Business failure prediction using hybrid2 case-based reasoning*, Computers & Operations Research 37/2010, pag. 137 e ss.
- LI, H., SUN, J., WU, J., *Predicting business failure using classification and regression tree: an empirical comparison with popular classical statistical methods and top classification mining methods*, Expert Systems with Applications 37/2010, pag. 5895 e ss.
- MALIK, MS, AWAIS, M., TIMSAL, A., & HAYAT, F., *Z-Score Model: Analysis and Implication on Textile Sector of Pakistan*, International Journal of Academic Research 4/2016, pag. 140 e ss.
- McKEE, T. E., *Developing a bankruptcy prediction model via rough sets theory*, Intelligent Systems in Accounting Finance & Management 9/2000, pag. 159 e ss.
- McKEE, T. E., GREENSTEIN, M., *Predicting bankruptcy using recursive partitioning and a realistically proportioned data set*, Journal of Forecasting 19/2000, pag. 219 e ss.
- MERTON R., *On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates*, Journal of Finance 29/1974, pag. 449 e ss.

- POLATO, M., *Il debt service coverage ratio nel nuovo contesto regolamentare: un approccio stocastico*, Rivista dei dottori commercialisti 3/2019, pag. 393 e ss.
- SHAHER, TA, SALEM, R., & KHASAWNEH, O., *Predicting corporate failure in emerging market: Empirical evidence from Jordan (2001–2008)*, Archives Des Sciences, 65/2012, pag. 34 e ss.
- SHIN, K.-S., LEE, Y.-J., *A genetic algorithm application in bankruptcy prediction modeling*, Expert Systems with Applications 23/2002, pag. 321 e ss.
- SUN, J., LI, H., HUANG, Q. H., HE, K. Y., *Predicting financial distress and corporate failure: A review from the state-of-the-art definitions, modeling, sampling, and featuring approaches*, Knowledge-Based Systems 57/2014, pag. 41 e ss.
- TAM, K., *Neural network models and the prediction of bank bankruptcy*, Omega 19/1991, pag. 429 e ss.
- TAM, K., KIANG, M., *Managerial applications of neural networks: the case of bank failure prediction*, Management Science 38/1992, pag. 926 e ss.
- VARETTO, F., *Genetic algorithms applications in the analysis of insolvency risk*, Journal of Banking & Finance 22/1998, pag. 1421 e ss.
- WANG, Y., WANG, S., LAI, K. K., *A new fuzzy support vector machine to evaluate credit risk*, IEEE Transactions on Fuzzy Systems 13/2005, pag. 820 e ss.

## **PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE**

### **RIFLESSIONI SULLO SCONTO DI ILLIQUIDITÀ NELLA VALUTAZIONE DEI TITOLI AZIONARI**

di GIULIANO IANNOTTA e GABRIELE VILLA

#### **1. Introduzione.**

Il concetto di liquidità fa riferimento ai tempi e ai costi della conversione in moneta di una data attività: a tempi più rapidi e a minori costi di monetizzazione corrisponde una maggiore liquidità. Nel caso di titoli azionari, il grado di liquidità dipende da diversi fattori, tra i quali, ad esempio, la quotazione o meno in un mercato regolamentato e la presenza di eventuali vincoli alla negoziabilità.

La liquidità ha valore economico: ciò implica l'applicazione di uno sconto nella stima del valore di una attività illiquida rispetto al valore della medesima attività nell'ipotesi di perfetta liquidità.

Diverse fonti richiamano la necessità di quantificare detto sconto in sede di valutazione dei titoli azionari.

Ad esempio, nell'applicazione del principio contabile IFRS 13, l'IFRS Foundation raccomanda di dare opportuna considerazione alla mancanza di liquidità nell'iscrizione a "fair value" di strumenti non quotati<sup>(1)</sup>. Ancora, i Principi Italiani di Valutazione ("PIV"), emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione, stabiliscono che nella valutazione a fini di fusione tra due società di cui una sola quotata, "... è necessario considerare il diverso grado di liquidità dei singoli titoli" (PIV, p. 310)<sup>(2)</sup>. Anche il vigente regolamento sulla gestione collettiva del risparmio emanato dalla Banca d'Italia, nell'illustrare

---

<sup>(1)</sup> "An investor must give appropriate consideration to the effect of the lack of liquidity of the unquoted equity instruments being measured at fair value, as compared to equity instruments of comparable company peers that are publicly traded and, therefore, likely to be more liquid." IFRS Foundation (2013) "Illustrative examples to accompany IFRS 13 Fair Value Measurement Unquoted equity instruments within the scope of IFRS 9 Financial Instruments", p. 29.

<sup>(2)</sup> Organismo Italiano di Valutazione, "Principi Italiani di Valutazione" (PIV), Egea, 2015.

i criteri utilizzabili da parte dei fondi nella valutazione delle partecipazioni in società non quotate, precisa che *“per tenere conto delle caratteristiche di scarsa liquidità e di rischio degli investimenti in società non quotate, alle rivalutazioni risultanti dall'utilizzo dei metodi ... [di valutazione] è, di norma, applicato un idoneo fattore di sconto almeno pari al 25 per cento”* <sup>(3)</sup>.

Sebbene vi siano vari approcci per la stima dello sconto di illiquidità, nella pratica si ricorre spesso alle indicazioni della dottrina, per lo più basate su studi empirici statunitensi relativi alle c.d. “restricted stocks”, ossia azioni emesse da società quotate la cui trasferibilità è sottoposta a taluni vincoli. Tali studi, condotti su campioni e periodi diversi, individuano sconti medi compresi tra il 10,9% e il 45% (Novak, 2016 <sup>(4)</sup>) <sup>(5)</sup>.

Seguendo questa impostazione, la misura dello sconto di liquidità applicato alla singola fattispecie finisce per basarsi su dati medi che sintetizzano valori anche molto diversi fra loro. Ad esempio, Finnerty (2012) analizza l'emissione di “restricted stocks” e rileva uno sconto medio del 21%, con una deviazione standard del 18%, un minimo di 0% e un massimo di 85,14%. Sicché, l'impiego, in sede di valutazione, di uno sconto medio, potrebbe sotto-/sovrastimare significativamente il valore di mercato del bene oggetto di valutazione.

Esistono in effetti altri approcci per stimare lo sconto di illiquidità. È possibile, ad esempio, correggere il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare i flussi di cassa prospettici, per tenere conto della minore liquidità del bene oggetto di valutazione. Al di là del fatto che la determinazione del corretto premio da aggiungere al tasso di attualizzazione non è immediata, detto approccio è comunque praticabile solamente quando il modello di valutazione preveda l'impiego di un tasso di attualizzazione (tipicamente il DCF) e non invece quando si faccia ricorso ad altri metodi (ad esempio, quello dei multipli, pure diffusamente utilizzato).

Il problema è dunque quello di quantificare uno sconto di illiquidità che da un lato rifletta le caratteristiche specifiche del bene oggetto di valutazione e dall'altro prescindendo dal metodo di stima adottato per valutare il bene medesimo.

Una possibile soluzione è rappresentata dai modelli basati sulla teoria delle opzioni, oggetto di queste note. Tali modelli, pur molto diversi tra di loro, condividono la logica di fondo. L'illiquidità di un bene implica che la sua monetizzazione non possa essere immediata, come invece accade nel caso di

---

<sup>(3)</sup> Banca d'Italia, “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio — Provvedimento del 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal Provvedimento del 23 dicembre 2021”, titolo V, capitolo IV, sezione II, § 2.4.6 (p. 179).

<sup>(4)</sup> Novak, N. (2016), “Measuring the Discount for Lack Marketability for Noncontrolling, Nonmarketable Ownership Interests”, *Insights*, pp. 37-51.

<sup>(5)</sup> Secondo la dottrina italiana, che si basa anche sugli studi relativi alle “restricted stocks”, uno sconto di liquidità nell'ordine del 25-35% è ragionevole; sul punto si veda, ad esempio, Onesti T., “Sconti di minoranza e sconti di liquidità”, CEDAM 2002, (p. 111) e Massari M., Zanetti L., “Valutazione”, McGraw Hill, 2008 (p. 432).

perfetta liquidità. Dunque, chi acquista un'attività illiquida rinuncia all'opzione di vendere quell'attività per un certo periodo di tempo: il valore della liquidità è pari a quello dell'opzione a cui rinuncia l'acquirente del bene illiquido.

Ciò che differenzia i diversi modelli sono le assunzioni relative al tipo di opzione. Poiché l'obiettivo di queste note è quello di fornire indicazioni pratiche, l'enfasi è posta sull'intuizione economica delle diverse assunzioni, più che sulla derivazione formale dei vari modelli.

Il prosieguo è così organizzato. La Sezione 2 approfondisce alcuni aspetti inerenti il concetto di liquidità. La Sezione 3 illustra assunzioni, risultati e limitazioni dei tre principali modelli di stima dello sconto di illiquidità basati sulla teoria delle opzioni. La Sezione 4 conclude.

## 2. Liquidità.

Si è detto che il grado di liquidità di un bene diminuisce all'aumentare del costo e del tempo necessario per monetizzarlo. Dunque, a parità di altre condizioni, il valore di un bene illiquido sarà minore rispetto a quello di un bene con le medesime caratteristiche, ma prontamente liquidabile; tale minore valore, che riflette appunto i maggiori costi e tempi di liquidazione, rappresenta lo sconto di illiquidità.

### 2.1. Valore intrinseco e valore di mercato.

Lo sconto di illiquidità rileva quando l'obiettivo della stima (la "configurazione di valore" ricercata) è il valore di mercato. Secondo i PIV, il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria è il "... prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)" (PIV, p. 27) <sup>(6)</sup>.

Si osservi che il valore di mercato è differente dal valore intrinseco (o valore fondamentale) di un'attività, che è "... funzione dei benefici economici

---

<sup>(6)</sup> La nozione di valore di mercato richiamata coincide, in sostanza, con quella di "market value" prevista dagli International Valuation Standards ("IVS") e con quella di "fair market value" introdotta dall'OCSE. L'IVS 104 ("Bases of Value") definisce al § 30.1 il *market value* nei termini che seguono: "market value is the estimated amount for which an asset or liability should exchange on the valuation date between a willing buyer and a willing seller in an arm's length transaction, after proper marketing and where the parties had each acted knowledgeably, prudently and without compulsion". L'OCSE ha fatto propria la seguente definizione di *fair market value*: "the price a willing buyer would pay a willing seller in a transaction on the open market"; cfr. oecd.org, Centre for Tax Policies and Administration, Glossary of Tax Terms.

offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi" (PIV, § I.6.8, p. 32), senza dunque riflettere eventuali premi/sconti.

Lo sconto di illiquidità va dunque inteso come uno dei fattori di correzione applicati per "trasformare" il valore intrinseco nel valore di mercato.

## 2.2. Effetto della liquidità sui prezzi di mercato.

Il tema dell'illiquidità assume particolare rilievo nel caso della valutazione di aziende non quotate. Ciò in quanto, a parità di altre condizioni, le azioni quotate in un mercato regolamentato sono più liquide di quelle emesse da una società non quotata.

Peraltro, i dati relativi ai titoli quotati possono essere utili per verificare l'impatto del diverso grado di liquidità sui prezzi di mercato.

Esistono svariate misure di liquidità dei titoli quotati <sup>(7)</sup>, tra le quali una delle più semplici è il c.d. "turnover", calcolato per un dato emittente come rapporto tra il volume di azioni scambiate in un certo periodo e il numero complessivo di azioni in circolazione. Le evidenze empiriche disponibili suggeriscono che il fattore liquidità, misurato dal turnover, incide in modo significativo sul rendimento di un titolo e dunque sul suo valore.

Ibbotson et al. (2013) <sup>(8)</sup> analizzano i rendimenti dei titoli azionari statunitensi nel periodo 1972-2011: nelle società a maggiore capitalizzazione (c.d. "large cap") il rendimento medio annualizzato dei titoli con turnover ridotto (cioè meno liquide) è pari a 11,53% rispetto a 8,37% dei titoli più liquidi. Si tratta di un premio di oltre il 3% che diventa pari al 14% nel caso delle società a minore capitalizzazione (c.d. "micro cap"): infatti, nelle società micro cap il rendimento dei titoli a maggiore liquidità è pari a 1,32% rispetto a 15,36% dei titoli meno liquidi <sup>(9)</sup>.

I premi di rendimento sopra richiamati possono avere un effetto assai rilevante sul valore. Per chiarire si consideri un esempio numerico. Si immagini un titolo azionario illiquido, il cui valore intrinseco (pari a €100) è stimato attualizzando un flusso perpetuo di €10 (con tasso di crescita nullo) al costo del capitale proprio di 10% (che non tiene conto del grado di liquidità). Applicando un premio del 3%, per tenere conto dell'illiquidità, il valore di

<sup>(7)</sup> Per una rassegna delle diverse misure si veda Goyenko, R.Y., C.W. Holden, and C.A. Trzcinka (2009), "Do Liquidity Measures Measure Liquidity?", *Journal of Financial Economics* 92 (2), pp. 153-181.

<sup>(8)</sup> Roger G. Ibbotson, Zhiwu Chen, Daniel Y.-J. Kim & Wendy Y. Hu (2013), "Liquidity as an Investment Style", *Financial Analysts Journal*, 69:3, 30-44.

<sup>(9)</sup> Si noti che il fattore dimensionale, di cui talvolta si tiene conto in sede di valutazione (si pensi al "size premium" applicato al costo del capitale proprio), non incorpora il fattore liquidità: in altri termini, il premio di rendimento dovuto all'illiquidità si riscontra anche controllando per la dimensione. D'altro canto, controllando per la liquidità, l'effetto del fattore dimensionale non sempre è quello atteso: infatti, se tra i titoli con turnover minore, il rendimento delle "micro cap" (15,36%) è maggiore rispetto a quello delle "large cap" (11,53%), nei titoli con maggiore liquidità si verifica il contrario (rendimento "micro cap" pari a 1,32% vs. rendimento "large cap" pari a 8,37%).

mercato stimato diminuisce a €77, con uno sconto del 23%. Se il premio fosse pari al 14%, lo sconto di illiquidità sarebbe pari al 58%.

Le evidenze appena illustrate suggeriscono inoltre che l'eventuale applicazione di uno sconto di illiquidità nella stima del valore di mercato non dovrebbe limitarsi al caso delle azioni *non quotate*, considerato che anche tra le azioni quotate il diverso grado di liquidità ha un significativo riflesso nei prezzi. È peraltro vero che le fonti richiamate in precedenza (IFRS, PIV, Banca d'Italia), nel raccomandare l'applicazione di uno sconto di illiquidità, fanno riferimento all'assenza di quotazione quale oggettivo elemento di limitazione della liquidità.

### 2.3. Limiti alla negoziabilità.

Al di là della quotazione, vi sono altri aspetti che posso incidere sul grado di liquidità dei titoli azionari. In particolare, vi possono essere restrizioni al trasferimento dei titoli, che, a parità di altre condizioni, ne limitano la negoziabilità (e quindi la liquidità). Si pensi, ad esempio, alle azioni sottoposte ad un periodo di "lock up", per le quali quindi la cessione sia preclusa per un determinato periodo di tempo. Si tratta di un vincolo frequentemente applicato alle azioni assegnate ai manager nell'ambito dei piani di incentivazione.

Proprio questo tipo di vincolo caratterizza le "restricted stocks" statunitensi, a cui si è fatto cenno nell'introduzione. Si tratta di azioni emesse da società quotate in base alla Rule 144 della SEC: dette azioni non possono essere vendute per un determinato periodo di tempo. Fino a febbraio 1997 tale periodo era pari a due anni; successivamente è stato ridotto ad un anno e poi ancora, da febbraio 2008 (e limitatamente ad alcune tipologie di emittenti) a sei mesi. Al termine del periodo in cui la vendita è preclusa, per un anno vi sono ulteriori vincoli che limitano il quantitativo di azioni che può essere ceduto sul mercato; trascorso questo secondo periodo, le azioni possono essere cedute senza alcuna restrizione.

Confrontando il prezzo di emissione delle "restricted stocks" con quello delle stesse azioni non soggette a restrizioni è possibile calcolare lo sconto di illiquidità. Novak (2016)<sup>(10)</sup> riporta i risultati di diversi studi sulle "restricted stocks" condotti su vari periodi tra il 1966 e il 2014: a seconda dello studio, lo sconto di illiquidità medio è compreso tra il 10,9% e il 45%.

Intuitivamente un periodo di restrizione più breve dovrebbe produrre un minore sconto di illiquidità. In effetti, gli studi basati su emissioni più recenti (che includono emissioni successive al 1997 e al 2008) indicano uno sconto di illiquidità medio minore rispetto a quello rilevato precedentemente<sup>(11)</sup>. Ciò spiega, almeno in parte, l'eterogeneità nei risultati dei diversi studi.

<sup>(10)</sup> Novak, N. (2016), "Measuring the Discount for Lack Marketability for Noncontrolling, Nonmarketable Ownership Interests", *Insights*, pp. 37-51.

<sup>(11)</sup> Analoga dinamica temporale si riscontra negli studi basati sulle compravendite di azioni successivamente oggetto di quotazione. Dal confronto tra prezzo della transazione e successivo prezzo di quotazione è possibile stimare lo sconto di illiquidità. Considerando le

Ciò che pare più interessante è però la variabilità degli sconti rilevati nei singoli studi. Si consideri, ad esempio, Finnerty (2012): nelle emissioni realizzate dopo il febbraio 1997, lo sconto medio è pari al 21%, con una deviazione standard pari al 18%, un minimo di 0% e un massimo di 85%.

Questa grande variabilità dovrebbe indurre cautela nell'applicazione, in sede di stima del valore di mercato di titoli azionari, dello sconto *medio* rilevato nelle emissioni delle “restricted stocks” statunitensi. Ciò in quanto lo sconto effettivamente rilevato nelle singole emissioni si può discostare, anche in modo significativo, da quel valore medio.

È sulla base di questa constatazione che alcuni autori hanno introdotto dei modelli, basati sulla teoria delle opzioni, per la quantificazione dello sconto di illiquidità da applicare ad un dato titolo, tenendo conto di alcune caratteristiche del titolo medesimo. La sezione che segue illustra i tre modelli principali di questa tipologia.

### 3. Modelli basati sulla teoria delle opzioni.

#### 3.1. Premessa.

I tre modelli più noti per la stima dello sconto di illiquidità sono Chaffe (1993)<sup>(12)</sup>, Longstaff (1995)<sup>(13)</sup> e Finnerty (2012)<sup>(14)</sup>.

L'idea comune ai tre modelli è che il valore della liquidità (e dunque l'entità dello sconto per la sua mancanza) sia pari a quello di un'opzione. Ciò in quanto chi acquista un bene illiquido rinuncia all'opzione di rivenderlo per un certo periodo di tempo, mentre, in ipotesi di perfetta liquidità, il bene potrebbe essere venduto in ogni momento. Questo approccio si adatta bene al caso delle “restricted stocks” (per le quali esiste un vero e proprio periodo di restrizione) e di altri titoli azionari gravati da vincoli al trasferimento (e.g., “lock up”). Il ragionamento vale anche per il caso di azioni non quotate (senza vincoli al trasferimento), le quali non possono essere cedute immediatamente sul mercato e la cui monetizzazione, dunque, richiede un certo periodo di tempo.

Data la comune logica di fondo, i tre modelli condividono le principali variabili di input per la stima dello sconto da applicare in sede di valutazione di azioni illiquide:

*i)* scadenza, ossia il periodo nel quale le azioni illiquide sono considerate

---

transazioni eseguite nei tre mesi precedenti alla quotazione, Novak (2016) riporta uno sconto medio del 21,50% nel periodo 1995-2012; nel sotto-periodo 2008-2012 lo sconto medio è pari a 16,82%.

<sup>(12)</sup> Chaffe D.B.H. (1993), “Option Pricing as a Proxy for Discount for Lack of Marketability in Private Company Valuations”, *Business Valuation Review*, 12 (4), pp. 182-188.

<sup>(13)</sup> Longstaff F.A. (1995), “How Much Can Marketability Affect Security Values?”, *The Journal of Finance*, vol. 50, no. 5, pp. 1767-1774.

<sup>(14)</sup> Finnerty J.D. (2012), “An Average-Strike Put Option Model of the Marketability Discount”, *The Journal of Derivatives*, 19 (4), pp. 53-69.

non monetizzabili (intuitivamente, più lungo sarà tale periodo, maggiore sarà lo sconto);

*ii*) volatilità del rendimento delle azioni oggetto di valutazione (nel caso di aziende non quotate, si può far riferimento al dato settoriale): la volatilità ha un effetto positivo sul valore dell'opzione (dunque, a maggiore volatilità corrisponde un maggiore sconto);

*iii*) eventuali dividendi che si prevede verranno distribuiti entro la scadenza: la distribuzione di dividendi implica, evidentemente, maggiore liquidità (e quindi un minore sconto).

Pur condividendo l'impostazione e le variabili di input, i tre modelli si differenziano in modo significativo nelle assunzioni relative al tipo di opzione.

### 3.2. Assunzioni e risultati.

Chaffe (1993) quantifica lo sconto di illiquidità come premio di un'opzione put (europea) con prezzo di esercizio pari all'attuale valore di mercato delle azioni. Si tratta del modello più semplice, ma anche di quello più facilmente criticabile. Si consideri l'esempio delle "restricted stocks" con complessivo periodo di restrizione pari a due anni. Come osserva Damodaran (2005), la liquidità (che manca nel periodo di restrizione) non consiste nel diritto di vendere le azioni tra due anni *al prezzo attuale* del titolo (la put di Chaffe), bensì nel diritto di vendere *al prezzo di mercato* in ogni momento dei prossimi due anni. Dunque, l'approccio di Chaffe (1993), che pure l'IFRS Foundation menziona tra quelli potenzialmente utilizzabili in sede di applicazione dell'IFRS 13, non pare concettualmente idoneo a quantificare lo sconto di illiquidità.

Longstaff (1995) misura lo sconto di illiquidità come premio di una particolare opzione put di tipo "lookback": si tratta di un'opzione il cui prezzo di esercizio è pari al massimo prezzo rilevato sino alla scadenza. L'assunzione è che l'investitore abbia una perfetta capacità di "market timing" e che conosca il massimo prezzo che il titolo può raggiungere. Si consideri ancora l'esempio delle "restricted stocks" con periodo di restrizione pari a due anni: se le azioni fossero perfettamente liquidabili e nel corso dei due anni raggiungessero il prezzo massimo (noto in ipotesi di perfetta capacità di "market timing"), l'investitore potrebbe venderle, realizzando così un profitto. Poiché però la vendita è preclusa, l'investitore non può realizzare quel profitto, che rappresenta appunto il valore della liquidità.

Il limite principale del modello di Longstaff (1995) consiste nell'assunzione circa la perfetta capacità di "market timing": assunzione poco realistica ed eventualmente applicabile solo a talune tipologie di investitori; ad esempio, i manager dell'emittente, meglio informati degli altri partecipanti al mercato (anche se ciò non necessariamente implica perfetta capacità di "market timing").

Dunque, il modello di Longstaff (1995) attribuisce alla liquidità un valore maggiore di quello che avrebbe per il generico investitore, che tipicamente

non conosce il prezzo massimo potenziale di un dato titolo azionario. Del resto, l'obiettivo esplicito del modello è proprio quello di individuare un *limite massimo* allo sconto di illiquidità.

Finnerty (2012) misura il valore della liquidità come premio di una particolare opzione put di tipo “average strike”, il cui prezzo di esercizio è pari al prezzo medio rilevato sino a scadenza. L'idea, simile a quella di Longstaff (1995), è che con prezzi superiori all'attuale valore di mercato un investitore venderebbe i titoli (liquidi) realizzando un profitto. In mancanza di liquidità, l'investitore non può realizzare quel profitto, che quindi corrisponde allo sconto di illiquidità. Poiché l'investitore non ha una perfetta capacità di “market timing”, il mancato profitto è calcolato sulla base del prezzo *medio* di mercato, anziché del prezzo massimo come nel modello di Longstaff (1995).

Le Tabelle 1, 2 e 3 mostrano lo sconto di illiquidità (in percentuale) calcolato sulla base dei tre modelli per diverse scadenze e livelli di volatilità annuale (assumendo dividendi pari a zero).

TABELLA 1 - Chaffe (1993)

Sconto (%)		Volatilità (annuale)									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Scadenza (anni)	1 mese	1,2	2,3	3,5	4,6	5,8	6,9	8,0	9,2	10,3	11,5
	3 mesi	2,0	4,0	6,0	8,0	9,9	11,9	13,9	15,9	17,8	19,7
	6 mesi	2,8	5,6	8,4	11,2	14,0	16,8	19,5	22,3	25,0	27,6
	9 mesi	3,5	6,9	10,3	13,8	17,1	20,5	23,8	27,1	30,3	33,5
	1 anno	4,0	8,0	11,9	15,9	19,7	23,6	27,4	31,1	34,7	38,3
	2 anni	5,6	11,2	16,8	22,3	27,6	32,9	37,9	42,8	47,5	52,0

Fonte - Elaborazioni degli autori

TABELLA 2 - Longstaff (1995)

Sconto (%)		Volatilità (annuale)									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Scadenza (anni)	1 mese	2,3	4,7	7,1	9,6	12,0	14,6	17,2	19,8	22,5	25,2
	3 mesi	4,1	8,2	12,5	17,0	21,6	26,3	31,1	36,1	41,3	46,6
	6 mesi	5,8	11,8	18,1	24,6	31,5	38,6	46,0	53,7	61,8	70,1
	9 mesi	7,1	14,6	22,5	30,8	39,5	48,7	58,3	68,4	78,9	90,0
	1 anno	8,2	17,0	26,3	36,1	46,6	57,6	69,2	81,5	94,5	108,1
	2 anni	11,8	24,6	38,6	53,7	70,1	87,7	106,7	127,0	148,8	172,0

Fonte - Elaborazioni degli autori

TABELLA 3 - Finnerty (2012)

Sconto (%)		Volatilità (annuale)									
		10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Scadenza (anni)	1 mese	0,7	1,3	2,0	2,7	3,3	4,0	4,6	5,3	5,9	6,6
	3 mesi	1,2	2,3	3,4	4,6	5,7	6,8	8,0	9,1	10,2	11,2
	6 mesi	1,6	3,3	4,9	6,5	8,0	9,6	11,1	12,6	14,1	15,5
	9 mesi	2,0	4,0	5,9	7,9	9,8	11,7	13,5	15,2	16,9	18,5
	1 anno	2,3	4,6	6,8	9,1	11,2	13,3	15,4	17,3	19,1	20,9
	2 anni	3,3	6,5	9,6	12,6	15,5	18,2	20,7	22,9	24,9	26,6

Fonte - Elaborazioni degli autori

L'entità degli sconti varia considerevolmente tra i diversi modelli; il modello di Longstaff (1995), che è finalizzato ad individuare il limite massimo dello sconto, produce i valori maggiori (per ogni livello di volatilità e scadenza).

Si noti che per livelli di volatilità e scadenza sufficientemente elevati, il modello di Longstaff (1995) stima sconti superiori al 100%; ciò, evidentemente, non ha senso sul piano economico. Si tratta in effetti di una rilevante limitazione del modello <sup>(15)</sup>.

Nel complesso, ci pare che le assunzioni a fondamento del modello di Finnerty (2012) siano le più realistiche. Al di là della ragionevolezza delle assunzioni, per valutare l'efficacia del modello è necessario verificare la sua capacità di prevedere gli sconti osservati empiricamente.

### 3.3. Verifica empirica del modello di Finnerty (2012).

La Tabella 4 riporta gli sconti medi all'emissione di "restricted stocks" successive a febbraio 1997 classificate in base alla volatilità. Tali sconti sono posti a confronto con quelli stimati dal modello di Finnerty (2012) assumendo un complessivo periodo di restrizione pari a due anni <sup>(16)</sup>.

<sup>(15)</sup> D'altro canto, il modello di Finnerty (2012) presenta strutturalmente un limite superiore dello sconto, pari a 32,28%. Anche in questo caso si tratta di una limitazione del modello, che tuttavia, a fini applicativi, pare poco rilevante. Ciò in quanto l'entità dello sconto stimato raggiunge il limite superiore per livelli di volatilità/scadenza molto elevati e difficilmente osservabili nella pratica. Ad esempio, data una volatilità annua del 100%, lo sconto è pari al massimo per scadenze superiori a 10 anni; data una scadenza di 1 anno, lo sconto massimo si ottiene con volatilità superiori a 230%. Peraltro, il limite superiore deriva dalla formula chiusa proposta da Finnerty (2012) per stimare il valore della put di tipo "average strike"; stimando il premio della stessa opzione con un metodo numerico (e.g., le simulazioni Monte Carlo), il problema del limite superiore è risolto.

<sup>(16)</sup> Come già osservato, da febbraio 1997, la vendita delle "restricted stocks" è preclusa per il primo anno dall'emissione, mentre nel secondo anno è soggetta a taluni vincoli; sono dunque liberamente negoziabili solo al termine del secondo anno.

TABELLA 4 - Finnerty (2012) - Sconto medio effettivo vs. previsto

Volatilità (%)	Sconto medio (%)	
	Effettivo	Previsto
0-29,9	12,66	6,99
30,0-44,9	18,56	10,75
45,0-59,9	15,92	16,15
60,0-74,9	19,21	19,84
75,0-89,9	21,37	23,50
90,0-104,9	21,61	26,07
105,0-120,0	24,89	28,29
>120	29,71	31,20
<i>Totale</i>	<i>21,31</i>	<i>21,45</i>

Fonte - Finnerty (2012), p. 66

Sulla base dei risultati in Tabella 4 è possibile trarre alcune conclusioni.

In primo luogo, l'entità dello sconto medio effettivo tende a crescere con la volatilità del titolo (coerentemente con l'approccio basato sulla teoria delle opzioni). Per volatilità inferiori al 100%, lo sconto medio effettivo è nell'ordine del 15-20%; per volatilità superiori e fino a 120%, lo sconto medio effettivo è il 25% circa; sopra il 120% di volatilità è pari al 30%.

In secondo luogo, considerando l'intero campione, lo sconto medio previsto (21,45%) è assai prossimo a quello effettivo (21,31%) e l'esigua differenza non è statisticamente significativa. Dunque, nel complesso il modello risulta piuttosto accurato.

In terzo luogo, sebbene in generale il modello sia accurato, esso tende a sottostimare lo sconto per volatilità inferiori al 45% e a sovrastimarne per volatilità superiori al 75%.

Quest'ultimo aspetto merita un breve approfondimento. Finnerty (2012) si limita ad osservare che l'efficacia del modello diminuisce per livelli di volatilità al di fuori dell'intervallo 45%-75%, senza ulteriori commenti. Proviamo a proporre una possibile interpretazione di questo risultato.

Come osservato in precedenza, i titoli azionari quotati hanno un diverso grado di liquidità, che trova riflesso nel rendimento (e dunque nel prezzo di mercato). Le "restricted stocks" presentano vincoli al trasferimento che ne limitano la liquidità per un certo periodo di tempo. Questo giustifica un prezzo di emissione inferiore rispetto al prezzo di mercato delle medesime azioni prive di vincoli: si tratta, appunto, dello sconto di illiquidità.

Lo sconto effettivamente osservato dovrebbe riflettere il grado di liquidità delle azioni quotate (prive di restrizioni) dell'emittente. Infatti, a parità di altre condizioni, ad un maggiore (minore) grado di liquidità del titolo quotato dovrebbe corrispondere un maggiore (minore) sconto del titolo "restricted".

Per chiarire si consideri il caso di un titolo quotato caratterizzato da scarsa liquidità: lo sconto all'emissione del titolo "restricted" dovrebbe essere relativamente contenuto poiché, anche in assenza di restrizioni, quel titolo sarebbe comunque poco liquido; in altri termini, il prezzo del titolo quotato già riflette uno sconto di illiquidità. Con analogo ragionamento, l'emissione di un titolo "restricted" il cui corrispondente titolo quotato è assai liquido dovrebbe produrre uno sconto di illiquidità più consistente.

Di norma, ad un maggior livello di volatilità è associato un minore grado di liquidità. A conferma di ciò si consideri che nei titoli azionari statunitensi, la correlazione tra il turnover e la volatilità è pari a  $-0,75$  <sup>(17)</sup>.

Lo sconto stimato col modello di Finnerty (2012), diversamente da quello effettivo, non tiene conto della liquidità del titolo quotato privo di restrizioni. Poiché a maggiore (minore) volatilità corrisponde solitamente una minore (maggiore) liquidità del titolo, lo sconto effettivamente rilevato risulta minore (maggiore) di quello previsto dal modello. Tale effetto sarà più evidente per livelli di volatilità relativamente bassi/alti, come in effetti emerge dai risultati in Tabella 2.

Questa interpretazione ha potenziali implicazioni sul piano applicativo. In sede di valutazione è necessario stimare lo sconto di illiquidità rispetto al valore del medesimo bene in ipotesi di perfetta liquidità. Ad alti livelli di volatilità, lo sconto effettivo riflette la non perfetta liquidità del titolo quotato; detto sconto, quindi, è minore di quello che dovrebbe osservarsi se (a parità di volatilità), il titolo fosse perfettamente liquido. In questo senso, gli sconti previsti dal modello per alti livelli di volatilità (maggiori di quelli osservati empiricamente) potrebbero essere più "accurati" di quelli effettivi.

#### 4. Conclusione.

La liquidità ha valore economico, di cui si deve tenere conto in sede di stima del valore di mercato di titoli azionari illiquidi.

Nella pratica, per quantificare lo sconto di illiquidità si fa spesso riferimento ad indicazioni dottrinali che si basano sugli studi relativi alle "restricted stocks". L'entità dello sconto *medio* varia in misura significativa a seconda del campione e del periodo di analisi (tra il 10,9% e il 45%); variabilità anche maggiore si riscontra nell'ambito dei singoli studi. Sicché, l'impiego di un dato *medio*, in sede di valutazione, richiede cautela.

La variabilità degli sconti osservati empiricamente ha indotto alcuni autori ad introdurre modelli per la stima dello sconto di illiquidità basati sulla teoria delle opzioni. L'idea comune ai diversi modelli è che il valore della liquidità (e dunque dello sconto per la sua mancanza) sia pari a quello di

---

<sup>(17)</sup> Il calcolo è basato sui dati aggiornati a gennaio 2022 disponibili al seguente indirizzo: [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/mktcaprisk.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/mktcaprisk.html)

un'opzione. Attraverso tali modelli è possibile stimare lo sconto di illiquidità sulla base di tre variabili principali: i) periodo di tempo in cui si ritiene che il titolo non sia monetizzabile (i.e., tempo di cessione di azioni non quotate, periodo di "lock up", etc.); ii) volatilità (stimabile, per i titoli non quotati, sulla base del dato settoriale); iii) dividendi previsti.

I diversi modelli condividono l'impostazione di fondo e le variabili di input, ma si differenziano in modo significativo nelle assunzioni relative al tipo di opzione. In particolare, il modello di Chaffe (1993) considera una semplice opzione put, che non pare adatta (sul piano teorico) a riflettere il valore della liquidità; il modello di Longstaff (1995), che si basa su un'opzione put "lookback", implica la poco realistica assunzione di perfetta capacità di "market timing" e dunque può tutt'al più fornire un'indicazione del limite *massimo* dello sconto; infine, il modello di Finnerty (2012), che considera un'opzione put "average strike", pare essere quello più valido in sede di applicazione pratica, riuscendo a stimare con ragionevole accuratezza gli sconti effettivamente osservati all'emissione di "restricted stocks".

Il modello di Finnerty (2012) tende a sottostimare (sovrastimare) lo sconto per livelli di volatilità relativamente bassi (alti), anche se in effetti, potrebbe essere più accurato di quanto non appaia. Infatti, lo sconto di illiquidità dovrebbe riflettere il minore valore di mercato di un bene illiquido rispetto all'ipotesi di perfetta liquidità. Tuttavia, gli sconti effettivamente osservati all'emissione di "restricted stocks" sono calcolati rispetto al prezzo di mercato dei medesimi titoli quotati (privi di restrizioni), i quali non necessariamente sono perfettamente liquidi (specie quelli con maggiore volatilità).

In conclusione, è importante sottolineare che la stima dello sconto di illiquidità riflette inevitabilmente l'apprezzamento soggettivo del valutatore e presenta spazi di discrezionalità ineliminabili; i modelli illustrati in queste note possono tuttavia fornire indicazioni perché tale discrezionalità sia orientata, per quanto possibile, da qualche "punto di riferimento".

Oltre alla possibilità di stimare analiticamente uno sconto che rifletta le specifiche caratteristiche del titolo oggetto di valutazione, l'approccio basato sulla teoria delle opzioni (e la connessa evidenza empirica) può essere utile anche solo per guidare il valutatore nella scelta dello sconto da applicare nell'ambito dell'ampio intervallo di valori medi indicati dalla dottrina.

# LA VALUTAZIONE DELLE STARTUP

di ROBERTO MAGLIO e ANDREA REY

## 1. Introduzione.

Come noto, il valore di un'impresa è sostanzialmente collegato alle sue capacità di generare nuove risorse in termini di flussi di reddito o di cassa, nonché alla natura e alla qualità delle risorse di cui già dispone. Difatti, i metodi di valutazione maggiormente diffusi nella prassi professionale assumono a base della stima principalmente i potenziali flussi reddituali o finanziari e le componenti del patrimonio (Potito, 2020).

Tuttavia, nel caso delle startup la mancanza di storicità di dati finanziari, l'iniziale incapacità di conseguire ricavi, la presenza di flussi di cassa negativi, l'inconsistenza patrimoniale nonché l'elevato rischio di probabilità di fallimento durante i primi anni di attività obbligano il valutatore a porsi dei quesiti specifici che, con riferimento ad imprese operative sul mercato da tempo, non sarebbero necessari. A causa dei tratti peculiari delle startup, dunque, non è facile trovare un metodo di valutazione adeguato per determinarne il valore.

È così che l'insieme degli interrogativi a cui il valutatore deve provare a dar risposta si tramuta in specifici componenti e fattori di rischio che possono influenzare la determinazione del valore della startup <sup>(1)</sup>. Nel corso del tempo, accademici ma soprattutto professionisti li hanno individuati e valutati, per creare dei modelli di valutazione alternativi a quelli tradizionali e applicabili per la maggioranza delle startup. Alcuni di questi prevedono delle modifiche e degli adattamenti a quelli tradizionali, come il *3-stage Discounted Cash Flow*, mentre altri sono prettamente empirici come il *Venture Capital Method* o il *First Chicago Method*. Infine, la prassi professionale, soprattutto statunitense, ha sviluppato alcuni metodi qualitativi, ispirati da un approccio *scorecard*, che fondano le proprie basi sull'individuazione e valutazione dei rischi intrinseci di una startup: si tratta del *Payne Scorecard*, del *Risk Factor Summation Method* e del *Berkus Method*, i cui contenuti e funzionamento verranno mostrati nel corso del presente lavoro.

---

<sup>(1)</sup> Tali rischi possono essere raggruppati in due macro-categorie: i rischi di *natura operativa* e i rischi *relativi alla fase di sviluppo*. Tra i primi è possibile considerare i rischi legati ai *founders*, all'idea imprenditoriale e al mercato. Tra i secondi si è soliti annoverare i rischi allo stadio di vita associabile alla singola iniziativa imprenditoriale: in questo caso è necessario comprendere se la startup è in fase *pre-revenue* o *post-revenue*.

## 2. Le caratteristiche delle startup.

### 2.1. Il tasso di crescita dei ricavi atteso.

Damodaran (1999) sottolinea, innanzitutto, come l'aspettativa di una crescita dei ricavi significativamente superiore alla media del settore è una caratteristica comune per le startup: è fondamentale che l'esperto consideri, pertanto, l'ambiente competitivo in cui la startup opera e lo intende operare per quantificare un appropriato tasso di crescita dei ricavi. Tuttavia, i ricavi sono pochi o addirittura inesistenti per quelle startup che operano nella fase *seed*, cioè in quella fase dove le operazioni commerciali sono ancora ferme o sono, al massimo, in procinto di partire. Inoltre, qualora un'impresa sia in grado di sviluppare un prodotto/servizio che sia commercialmente valido, la capacità dell'azienda di conseguire una crescita significativa dei ricavi può essere limitata se altre società sono in grado di entrare nello stesso mercato caratterizzato da scarse barriere all'ingresso (Puca, 2020).

Dunque, il primo e più ovvio problema è che il valutatore, a causa dei limitati ricavi e degli elevati costi che contraddistinguono le imprese in fase *seed*, non è in grado di stimare un tasso di crescita atteso, ad esempio, degli utili e applicarlo ai risultati correnti per stimare quelli futuri. O ancora, quando i redditi di periodo sono negativi, e le startup sono solite generare perdite d'esercizio per diversi anni, l'applicazione di un tasso di crescita renderà quel valore ancora più negativo: la stima fatta su queste assunzioni è fondamentalmente priva di significato. Per tale motivo, l'utilizzo di un *income approach* è assai raro nella determinazione del valore economico del capitale di una startup.

### 2.2. Le perdite di esercizio e i flussi di cassa negativi.

Per definizione, le startup non hanno ancora raggiunto un livello di redditività positivo ma, spesso, evidenziano perdite d'esercizio dovute ad ingenti investimenti iniziali in ricerca e sviluppo e nell'area strategica delle vendite e del marketing, che confluiscono come costi nel conto economico. Nessuna imposta sul reddito viene addebitata, solitamente, nei primi anni di vita di una startup e, dunque, il potenziale beneficio fiscale dovrebbe essere preso in considerazione dall'esperto valutatore nella misura in cui le perdite iniziali possono essere utilizzate per compensare il reddito imponibile futuro (Puca, 2020). Un'impresa che registra perdite d'esercizio è solita conseguire anche *free cash flows from operations* (FCFO, flussi di cassa derivanti dalla gestione operativa) negativi; in questo caso diventa determinante la valuta-

zione del capitale circolante perché quest'ultimo fornisce una visione critica della solidità finanziaria dell'azienda <sup>(2)</sup>.

Un'altra questione sollevata da Damodaran (1999) riguarda l'assunzione relativa al principio del *going concern* e, quindi, alla determinazione dell'orizzonte temporale che contraddistingue la maggioranza delle metodologie di valutazione. L'autore sottolinea come le startup che operano in fase *seed* e che conseguono perdite d'esercizio sono fortemente soggette alla possibilità di fallimento: l'assunzione, ad esempio, della vita indefinita che contraddistingue la determinazione del *Terminal Value* nei metodi finanziari potrebbe non essere applicabile in questi casi.

Le caratteristiche succitate limitano l'applicabilità del metodo reddituale e del *Discounted Cash Flow* (DCF), in quanto vengono meno le assunzioni di base proprie dei due metodi.

### 2.3. Il rischio di fallimento.

La maggioranza delle startup non sono in grado di sopravvivere durante la fase della commercializzazione del proprio prodotto o servizio sono, quindi, costrette a chiudere prima ancora di divenire redditizie; altre possono essere acquisite quando esse sono ancora in fase di sviluppo del prodotto.

Talora le startup sono in grado raggiungere una grande crescita sia in termini di ricavi che di flussi di cassa in breve tempo ma l'amara verità è che il 90% delle startup fallisce per delle ragioni che non sono diverse da quelle imprese già affermate sul mercato (Damodaran, 1999; Moro-Visconti, 2021).

L'elevata possibilità di fallimento della startup inficia certamente la procedura di valutazione: la remunerazione attesa da parte degli investitori nella startup deve essere sufficientemente alta da garantire un adeguato ritorno per l'investitore (Moro-Visconti, 2021). Ciò si tramuta in un tasso di ritorno economico atteso più alto a cui corrisponde un valore del capitale economico della startup più basso.

Le metodologie di valutazione solitamente adottate dalla prassi professionale non tengono conto della probabilità di fallimento e, pertanto, non possono essere considerate applicabili per le startup.

### 2.4. Gli assets intangibili.

Gli *assets* intangibili rappresentano un importante *driver* attraverso cui creare valore. L'*International Glossary of Business Valuation Terms* (IGBVT) definisce un *asset* intangibile come un "*non-physical assets such as franchises,*

---

<sup>(2)</sup> Un indice di sostenibilità finanziaria di primaria importanza per la gestione di una startup è il *Cash burn rate* mensile che indica l'ammontare di denaro corrente utilizzato dalla società in un singolo mese. Il *Cash burn rate* è uno strumento utile per quegli investitori che vogliono valutare la velocità con cui l'azienda consuma la propria liquidità. Per approfondimenti sul calcolo e sul funzionamento dell'indice, si legga lo studio di Wolff (2013).

*trademarks, patents, copyrights, goodwill, equities, mineral rights, securities and contracts (as distinguished from physical assets) that grant rights and privileges, and have value for the owner.*” La maggioranza degli *intangibles* non appare in bilancio tra le immobilizzazioni mentre i relativi costi sono imputati al conto economico quando sono sostenuti. Tuttavia, l’esperto valutatore deve essere in grado di identificarli e considerarli durante il processo di valutazione della startup. In questo contesto, può risultare utile ma non esauriente l’adozione di un approccio *asset side* che tenga conto anche delle immobilizzazioni immateriali: l’applicazione del metodo patrimoniale complesso può rappresentare la metodologia di valutazione più idonea.

## **2.5. L’assenza di dati storici.**

La disponibilità e l’affidabilità delle informazioni finanziarie sono le sfide principali nella maggioranza delle valutazioni delle startup che sono in fase *seed* o in *early-stage*. Difatti, gli esperti sono soliti usare dati storici per stimare in maniera più appropriata e precisa gli *inputs* da inserire nelle formule delle metodologie di valutazione più diffuse. Damodaran (1999) ricorda come i dati storici siano utili per stimare (1) i parametri di rischio, (2) le variabili che variano significativamente da un anno all’altro, come il capitale circolante, e (3) la ragionevolezza dei dati relativi ai tassi di crescita dei ricavi o degli utili. Pertanto, avere una serie di dati storici finanziari supporta certamente la procedura di valutazione.

Nella fase *seed*, tuttavia, la startup potrebbe non aver ancora generato una serie completa di proiezioni finanziarie o potrebbe avere a disposizione solo dati prospettici che fanno riferimento esclusivamente all’anno successivo, in quanto la società ha ancora una storia operativa molto circoscritta: questo limita certamente l’applicazione di tutte quelle metodologie di valutazione che prevedono l’utilizzo di dati prospettici che andrebbero, ovviamente, attualizzati (Puca, 2020).

## **2.6. La mancanza di aziende comparabili.**

Sempre più frequentemente la valutazione di una società già operativa è effettuata in base ad un approccio relativo ed usando le informazioni provenienti da società o transazioni comparabili. L’approccio relativo diventa molto più semplice quando vi è un numero significativo di aziende comparabili alla società oggetto di valutazione; tuttavia quando l’impresa valutata è unica o se le altre imprese del settore sono talmente diverse nelle loro caratteristiche fondamentali di *business* che il valutatore non le ritiene paragonabili, è molto più difficile utilizzare le informazioni comparative nella valutazione. Le startup, soprattutto quando sono in fase *seed*, sono difficilmente confrontabili ad altre proprio per l’aleatorietà e l’unicità che contraddistinguono le imprese che hanno pochi mesi o anni di vita.

Inoltre, tutti i multipli di valutazione devono essere rapportati ad una

grandezza economica o finanziaria, come gli utili, i ricavi o la *book value*, la cui determinazione — nel caso delle startup — può portare problemi all'esperto valutatore. Ad esempio, dato che le startup conseguono perdite d'esercizio nei primi anni del loro ciclo di vita, multipli come il *Price/Earnings*, l'*Enterprise Value/EBITDA* o l'*Enterprise Value/EBIT* spesso non possono essere impiegati perché al denominatore si avrebbero dei numeri negativi che porterebbero alla determinazione di un valore negativo dell'impresa (Damodaran, 2009).

Pertanto, anche il metodo delle società e transazioni comparabili viene sconsigliato o considerato difficilmente applicabile per la valutazione delle startup.

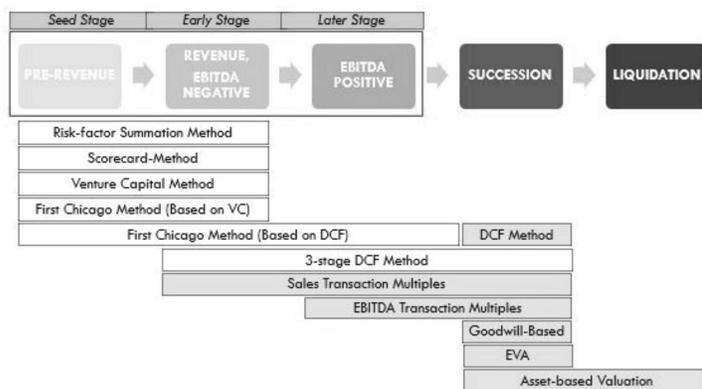
### 2.7. La necessità di metodologie di valutazione alternative.

Per le caratteristiche succitate, la valutazione di una startup può sembrare un vero e proprio rompicapo: la mancanza di dati economici e finanziari storici, la presenza di ricavi e flussi di cassa attuali negativi, le difficoltà di determinare tassi di crescita stabili e l'elevata possibilità di fallimento sono elementi che minano il normale processo di valutazione.

Per tali ragioni, le metodologie di valutazione tradizionali maggiormente diffusi nella prassi professionale, come il metodo reddituale, il metodo patrimoniale, il metodo finanziario o quello dei multipli di mercato, nelle loro versioni più usuali, sembrano avere dei forti limiti quando si tratta di valutare una startup. I valori che scaturirebbero dall'applicazione dei metodi tradizionali di valutazione sarebbero privi di significato o addirittura negativi e non in grado di catturare le potenzialità di un nuovo o innovativo progetto imprenditoriale.

Con il tempo, sono state sviluppate maggiori competenze dai professionisti e, con esse, nuove metodologie di valutazione specifiche per le startup (Figura 1).

FIGURA 1 - Metodi di valutazione per le diverse fasi del ciclo di vita di una startup



Alcuni di questi sono prettamente qualitativi e si basano su un approccio *scorecard* (il *Payne Scorecard*, il *Risk Factor Summation Method*, il *Berkus Method*) mentre altri sono empirici (il *3-stage Discounted Cash Flow*, il *Venture Capital Method*, il *First Chicago Method*): entrambe le categorie danno la possibilità di ovviare alle problematiche derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione tradizionali.

### 3. Valore *pre-money* e *post-money*.

Nelle primissime fasi di un'attività imprenditoriale, è probabile che l'apporto di nuovo capitale alteri significativamente i rapporti partecipativi tra i soci ed abbia un impatto rilevante sui rendimenti degli investimenti. Nell'ambito della tematica di valutazione delle startup, trovano spazio in maniera ricorrente due concetti: il valore *pre-money* ed il valore *post-money*.

Il *valore pre-money* indica il valore del capitale economico della startup *prima* di aver raccolto il capitale dal nuovo *round* di finanziamento. Dell'Acqua e Shehata (2021) considerano il *valore pre-money* come quel valore in ottica *stand-alone* che viene attribuito alla startup, senza tenere conto dell'ammontare del capitale investito da soggetti terzi.

Il *valore post-money* corrisponde, invece, alla valutazione della startup *dopo* aver ricevuto un nuovo *round* di capitale e basata sulle assunzioni che tutte le azioni hanno uguale valore e sono tutte classificate come azioni ordinarie.

$$\text{Valore } \textit{post-money} = \text{Valore } \textit{pre-money} + \text{Capitale Investito}$$

Il *valore post-money*, quindi, corrisponde anche a quel valore calcolato come il numero totale di azioni ordinarie moltiplicato per il valore unitario dell'azioni dopo l'ultimo *round* di finanziamento ricevuto, analogamente al calcolo della capitalizzazione di borsa delle società quotate:

$$\text{Valore } \textit{post-money} = \text{Numero di azioni} * \text{Prezzo per azione}$$

Esiste, infine, anche un'ovvia relazione tra il *valore pre-money* e quello *post-money* ed è esprimibile con la seguente formula matematica:

$$\text{Valore } \textit{pre-money} = \text{Valore } \textit{post-money} - \text{Capitale Investito}$$

### 4. Il *DCF* a 3 Stadi.

Il *Discounted Cash Flow* (DCF), nella sua versione classica, è basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri a un tasso di sconto che ne riflette il grado di rischio; in particolare, si tratta di una sommatoria dei flussi di cassa futuri, calcolati annualmente ed attualizzati, e del valore residuo

dell'azienda, stimato attraverso la determinazione del *Terminal Value*. Se si usa un approccio *asset side*, infine, bisogna sottrarre al valore precedentemente determinato la posizione finanziaria netta.

Nel momento in cui si intende applicare il DCF per la valutazione di una startup, tuttavia, bisogna affrontare una delle sue caratteristiche intrinseche: la ragionevole probabilità che l'impresa stia producendo, e per diverso tempo ancora produrrà, dei flussi di cassa negativi derivanti dai significativi investimenti che caratterizzano le fasi iniziali di una qualunque nuova attività imprenditoriale.

È così che è stato proposto di modificare il DCF nella sua versione più tradizionale quando il valutatore deve procedere con la determinazione del valore di una startup, aggiungendo uno stadio aggiuntivo preliminare, che consenta di configurare la valutazione attraverso una suddivisione in tre sottoperiodi che seguono lo sviluppo della startup: si è diffuso così il *3-stage Discounted Cash Flow (3-stage DCF)* <sup>(3)</sup>. Il *3-stage DCF* individua: un primo periodo, coincidente con la fase vera e propria di startup delle attività in cui, nella maggioranza dei casi, è ragionevole prevedere dei flussi di cassa futuri di segno negativo, frutto della significativa attività di investimento propria delle fasi primordiali del ciclo di vita di un'impresa. Segue, poi, un secondo periodo, relativo ad una fase di consolidamento dell'attività di impresa, in cui è invece ragionevole attendersi un maggior equilibrio finanziario e la generazione di flussi di cassa positivi; viene poi ipotizzato un terzo periodo, infine, riconducibile alla fase di maturità dell'iniziativa e riassunto attraverso la determinazione dei *Terminal Value* (Dell'Acqua e Shehata, 2021).

Scomponendo la procedura valutativa in tre differenti stadi, si ha la possibilità di definire in maniera più dettagliata e chiara la dinamica di crescita economica e finanziaria della startup. L'esperto valutatore è costretto a determinare criticamente i flussi di cassa per ognuno dei tre stadi previsionali ma anche i tre diversi tassi di attualizzazione, che scontano in maniera differente il grado di rischio che, ovviamente, sarà più alto nel primo periodo e si ridurrà nel secondo e terzo periodo di evoluzione dell'idea imprenditoriale.

Il *3-stage DCF*, seguendo un approccio *asset side*, può essere espresso con la seguente formula:

$$W_A = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCF0_t}{(1+WACC_1)^t} + \sum_{t=1}^{T_2} \frac{FCF0_t}{(1+WACC_2)^t} + \frac{FCF0_{T_2}}{(1+WACC_3)^t}$$

<sup>(3)</sup> Damodaran (2020) suggerisce di utilizzare un modello a 3 o più periodi (*3-stage or n-stage model*) quando l'impresa da valutare possiede, anche alternativamente, le seguenti caratteristiche:

- è di piccole dimensioni e cresce a tassi elevati (tasso medio di crescita oltre il 10%);
- possiede significative barriere all'ingresso nel mercato;
- ha delle caratteristiche che la contraddistinguono significativamente dalle altre.

dove:

$W_A$  = è il valore attuale del capitale investito operativo della startup

$FCFO_t$  = *Free cash flow from operations* nel periodo  $t$

$FCFO_{T_2}$  = *Free cash flow from operations* costante nel periodo residuale

$T_1$  = durata del primo stadio

$T_2$  = durata del secondo stadio

$WACC_1$  = *Weighted Average Cost of Capital* del primo stadio

$WACC_2$  = *Weighted Average Cost of Capital* del secondo stadio

$WACC_3$  = *Weighted Average Cost of Capital* del terzo stadio

Analogamente, utilizzando un approccio *equity side*, cambia la formula in:

$$W_E = \sum_{t=1}^{T_1} \frac{FCFE_t}{(1+Ke_1)^t} + \sum_{t=1}^{T_2} \frac{FCFE_t}{(1+Ke_2)^t} + \frac{FCFE_{T_2}}{Ke_3}$$

dove:

$W_E$  = è il valore del capitale azionario della startup

$FCFO_t$  = *Free cash flow to equity* nel periodo  $t$

$FCFO_{T_2}$  = *Free cash flow to equity* costante nel periodo residuale

$T_1$  = durata del primo stadio

$T_2$  = durata del secondo stadio

$Ke_1$  = *Cost of equity* del primo stadio

$Ke_2$  = *Cost of equity* del secondo stadio

$Ke_3$  = *Cost of equity* del terzo stadio

Dell'Acqua e Shehata (2021) evidenziano i limiti di questo approccio. Un primo limite è legato alla struttura "deterministica" stessa del DCF, cioè legata a quell'assunzione di base del DCF che prevede che i flussi di cassa da proiettare nel futuro siano "ragionevolmente" certi. Un secondo limite riguarda la procedura di attualizzazione: utilizzando un tasso di sconto più basso negli stadi di vita più avanzati, si determina una maggiore valorizzazione della porzione del valore aziendale che viene creata nelle fasi più avanzate che, tuttavia, la startup potrebbe non raggiungere in quanto potrebbe cessare l'attività prima. Dunque, i flussi di cassa previsionali sono tanto più incerti quanto più si allunga l'orizzonte temporale. Pertanto, altre metodologie di valutazione che tengono conto del rischio di fallimento sono state ritenute necessarie dalla prassi professionale.

## 5. Il *Venture Capital Method*.

Tra i metodi di valutazione delle startup maggiormente diffusi in ambito professionale trova sicuramente spazio il *Venture Capital (VC) Method*, che è quel metodo che, da un lato, permette di determinare il valore *post-money*

della startup oggetto di valutazione e, dall'altro, di stabilire la percentuale di capitale che l'investitore (spesso un fondo di *venture capital*) potrebbe richiedere a fronte dell'investimento e del ritorno economico desiderato.

L'ipotesi di base del VC è quella che il valore *post-money* della startup è funzione del *Terminal Value*, cioè il valore della startup alla data di uscita (*exit*) fissata dall'investitore, attualizzato attraverso il *Target Return* (TR) che corrisponde a quel tasso di sconto che rappresenta il tasso di rendimento atteso/*target* annualizzato dell'investimento.

Partendo da queste assunzioni, il VC determina il valore *post-money* della startup applicando la seguente formula:

$$\text{Valore post-money} = \text{Terminal Value} / (1+\text{TR})^T$$

dove T rappresenta il numero di esercizi futuri cui riferire il calcolo, cioè l'arco temporale in cui l'investitore intende essere socio della startup. Ciò detto, i problemi riguardano: la determinazione del *Terminal Value* e del tasso di attualizzazione.

Il *Terminal Value*, ossia il valore terminale o residuo della startup al tempo T, può essere stimato attraverso diversi procedimenti.

Per le startup che si trovano nella fase *seed*, e quindi in assenza di dati significativi circa le proiezioni di flussi di cassa o di ricavi, un approccio condiviso in ambito professionale è quello di determinare il valore residuo attraverso il metodo delle transazioni comparabili, in particolare quelle legate ad *exit* di successo avvenute — preferibilmente — nello stesso settore di operatività della startup oggetto di stima. L'uso di multipli determinati attraverso il metodo delle transazioni comparabili ha il pregio di esprimere prezzi effettivamente già fatti per startup simili. Tuttavia, nulla vieta agli esperti valutatori di rettificare ed aggiustare il valore così determinato se si intende riflettere meglio il punto di vista del singolo investitore.

Il secondo è quello che prevede l'utilizzo del metodo delle aziende comparabili, applicando contestualmente un approccio *asset side*. In questo caso, il *Terminal Value* della startup è computato attraverso la determinazione dell'*Enterprise Value* (EV), dato dalla moltiplicazione tra il multiplo scelto — ottenuto con riferimento ad aziende ritenute comparabili — e la corrispondente grandezza economica di performance operativa della startup stimata alla data dell'*exit*. Successivamente, per conoscere l'*Equity Value* della startup al momento dell'*exit*, il valutatore dovrà sottrarre all'EV la posizione finanziaria netta stimata, che sarà pari alla somma algebrica, da un lato, dei debiti finanziari e, dall'altro, della liquidità, dei crediti finanziari e dei titoli prontamente liquidabili. Affiora comprensibilmente che per operare secondo una logica maggiormente razionale, bisognerebbe utilizzare dei multipli basati non su grandezze attuali, cioè al tempo della stima, bensì di tipo *forward*, cioè calcolati su grandezze future attese al tempo dell'*exit*.

Molte altre volte, invece, i valutatori per calcolare il *Terminal Value* possono applicare il modello dei flussi di cassa attualizzati (DCF). Questo

approccio può essere utilizzato quando esistono delle basi solide su cui basare le proiezioni dei flussi di cassa della startup. Tuttavia, effettuare delle stime dei flussi per le startup, specie quando esse sono ancora nella fase *seed*, non risulta essere un esercizio agevole: pertanto, il DCF difficilmente può essere applicato.

Il tasso di attualizzazione può essere inizialmente calcolato partendo dall'assunto che la startup sia in grado di sopravvivere all'uscita dell'investitore e che sia in grado di raggiungere i dati di bilancio previsionali inseriti nel *business plan*: in questo caso, esso coincide con il *Target Return*. Allo stesso tempo, urge ricordare che esiste una stretta relazione tra il *Target Return* ed il *Target Value to Paid in capital* (TVPI), cioè il valore atteso che l'investitore incasserà alla scadenza dell'investimento <sup>(4)</sup>. Tale relazione è espressa attraverso la seguente formula:

$$\text{Target TVPI} = (1+\text{TR})^T$$

Tuttavia, le startup — soprattutto quelle in fase *seed* — hanno un alto tasso di probabilità di fallire nonché di generare perdite per gli investitori: il ritorno economico che un investitore si attende dal proprio investimento nella startup dipende, quindi, non solo dal valore atteso della startup alla data dell'*exit* bensì anche dalla probabilità di fallimento della startup.

Pertanto, se si ipotizza che la probabilità di fallimento sia pari a zero, il tasso di attualizzazione necessario per l'attualizzazione del *Terminal Value* può essere agevolmente calcolato con il TR che, a sua volta, coinciderà con il *Required Return* ( $r$ ), cioè con il tasso di rendimento minimo richiesto da parte dell'investitore. Non appena viene considerata nella procedura di valutazione la probabilità di fallimento, la relazione tra il TR e  $r$  inizia a divergere. In uno scenario maggiormente realistico, quindi, quest'ultima relazione può essere espressa con la formula:

$$(1+\text{TR})^T = (1+r)^T/(1-p)$$

dove  $p$  rappresenta la probabilità di fallimento.

A questo punto, è possibile anche calcolare il *Target TVPI* dopo averlo ponderato con la probabilità di fallimento:

$$\text{Target TVPI} = (1+r)^T/(1-p)$$

Il *Venture Capital Method*, tuttavia, presenta ulteriori livelli di complessità: dopo aver introdotto anche la probabilità di fallimento, l'investitore deve tenere conto anche dell'effetto diluitivo del capitale, derivante dall'emissione di nuove azioni man mano che la società consegue vari *round* di finanziamento. Quest'ultimi, infatti, comportano, da un lato, la moltiplicazione del

---

<sup>(4)</sup> Il TVPI è spesso definito anche con il termine generico *Multiple of Invested Capital* (MOIC), cioè il multiplo del capitale investito.

valore della startup e, dall'altro, l'emissione di nuove azioni che avranno l'effetto tipico di diluire la quota di partecipazione degli investitori preesistenti <sup>(5)</sup>.

L'effetto diluitivo del capitale viene misurato dal *Retention Ratio* (rapporto di ritenzione), che è dato dal rapporto tra la quota di partecipazione detenuta dall'investitore alla data di *exit* e la quota di partecipazione detenuta dall'investitore al momento dell'investimento iniziale. Non essendo nota la quota di capitale posseduta dall'investitore alla data di *exit*, il *Retention Ratio* è solitamente calcolato in relazione all'esperienza personale e, pertanto, va considerato come un *input* da inserire nel calcolo del valore *post-money* della startup.

Dopo aver aggiunto la nozione legata al *Retention Ratio*, è possibile esprimere la formula del calcolo del valore *post-money* di una startup attraverso il VC method:

$$\text{Valore post-money} = \text{Terminal Value} * \text{Retention Ratio} / \text{Target TVPI}$$

Dopo aver calcolato il valore *post-money* della startup, il VC permette di definire la percentuale di capitale della startup che l'investitore richiede per l'investimento che intende fare, tenendo conto del ritorno atteso:

$$\% \text{ Capitale richiesto} = \text{Investimento} / \text{Valore post-money}$$

La Tabella 1 mostra un caso studio dove si determina il valore della startup attraverso il VC.

TABELLA 1 - Venture Capital Method

[1]	Ricavi alla data di <i>exit</i>	4.000.000 €	Dato di partenza
[2]	Multiplo dei ricavi alla data di <i>exit</i>	5	Dato di partenza
[3]	Valutazione alla data di <i>exit</i> ( <i>Terminal Value</i> )	20.000.000 €	= [1] * [2]
[4]	Durata dell'investimento	4	Dato di partenza
[5]	Probabilità di fallimento	70%	Dato di partenza
[6]	<i>Retention Ratio</i>	30%	Dato di partenza
[7]	<i>Required Return</i>	25%	Dato di partenza
[8]	<i>Required TVPI</i>	2,44	= (1+ [7]) ^ [4]
[9]	<i>Target TVPI</i>	8,14	= ((1+ [7])^[4])/(1-[5])
[10]	Valore <i>post-money</i>	737.280 €	= [3]*[6]/[9]

<sup>(5)</sup> L'effetto di diluizione si può palesare, ad esempio, quando sono previsti dei contratti che prevedono piani di *stock options* in favore dei manager, dei dipendenti o, come spesso accade, anche dei fondatori della stessa società.

[11]	Investimento	500.000 €	Dato di partenza
[12]	Valore <i>pre-money</i>	237.280 €	= [10]-[11]
[13]	% Capitale richiesto	67,8%	= [11]/[10]

## 6. Il First Chicago Method.

Il *First Chicago (FC) Method* può essere considerato un'estensione del *VC method* e, come quest'ultimo, si propone di giungere ad un valore *post-money* della startup. Dunque, su questo aspetto, si differenzia dalle metodologie *scorecard* che, invece, si focalizzano sul *valore pre-money*.

Il FC stima il valore *post-money* della startup utilizzando un approccio basato di solito su tre scenari, sebbene il numero degli scenari possa essere maggiore o minore di tre in base alle assunzioni che l'esperto valutatore effettua in relazione alla startup oggetto di valutazione. In ogni caso, i tre scenari tipici previsti dal FC sono:

(i) *Success* (di successo). La startup consegue delle prestazioni aziendali eccezionali che rientrano, o addirittura vanno oltre, le proiezioni finanziarie del management. È, pertanto, da considerarsi come lo scenario più ottimistico (*best-case scenario*);

(ii) *Survival* (di sopravvivenza). La startup realizza prestazioni inferiori allo scenario di successo, per esempio a causa di ritardi nell'approvazione del prodotto o di pivot aziendali, con conseguenti spese più elevate o tempi di commercializzazione più lunghi. Tuttavia, lo scenario è quello maggiormente realistico (*base case*);

(iii) *Failure* (di fallimento). La startup sottoperforma rispetto allo scenario di sopravvivenza e, per il futuro, vede una prosecuzione o un deterioramento delle attività imprenditoriali con conseguenti perdite di capitale che possono determinare il fallimento della startup: si tratta, quindi, dello scenario peggiore possibile (*worst-case scenario*).

La procedura di valutazione prevede per ognuno dei tre scenari una valutazione della startup: è necessaria un'analisi qualitativa dettagliata dell'andamento del mercato e dell'azienda, anche attraverso un'adeguata *due diligence*, per determinare i dati economici e finanziari previsionali.

Dopo aver impostato tali dati, è necessario determinare il *Terminal Value* (TV) della startup previsto nell'anno in cui è stato fissato il disinvestimento, cioè nella data dell'*exit*: è preferibile utilizzare un approccio *market-oriented*, cioè procedere alla determinazione del TV attraverso una valutazione relativa con l'utilizzo dei multipli di mercato. Per ciò che concerne il tasso di attualizzazione del TV, anche a causa dell'incompletezza del mercato del *venture capital*, è consigliabile l'uso di un tasso che indichi il ritorno atteso dall'investitore, piuttosto che il WACC o il *Cost of equity*.

L'ultimo step del FC, infine, prevede la stima della probabilità dei tre

scenari e il calcolo della somma ponderata: il valutatore deve allocare una probabilità ad ogni scenario. Queste probabilità sono naturalmente correlate alla definizione e al numero degli scenari prescelti dal valutatore ma anche dalla sua esperienza, nonostante la diffusione di vari approcci matematici che aiutano a superare questo limite.

A questo punto, è possibile indicare la formula del FC:

$$\text{Valore post-money} = [\text{prob.scen1} * \text{TV.scen1disc}] + [\text{prob.scen2} * \text{TV.scen2disc}] + [\text{prob.scen3} * \text{TV.scen3disc}]$$

La Tabella 2 illustra i passaggi attraverso cui è determinato il valore di un'ipotetica startup attraverso il *First Chicago Method*.

TABELLA 2 - First Chicago Method

	SCENARIO	Success	Survival	Failure	
[1]	Ricavi alla data di exit	5.000.000 €	1.000.000 €	20.000 €	Dato di partenza
[2]	Durata dell'investimento	6	4	2	Dato di partenza
[3]	Probabilità dello Scenario	10% [3.1]	60% [3.2]	30% [3.3]	Dato di partenza
[4]	Multiplo dei ricavi alla data di exit	6	3	1	Dato di partenza
[5]	Terminal Value (TV)	30.000.000 €	3.000.000 €	20.000 €	= [1] * [4]
[6]	Required Return	25%	25%	25%	Dato di partenza
[7]	TV attualizzato	7.864.320 € [7.1]	1.228.800 € [7.2]	12.800 € [7.3]	= [5] / (1+[6]) <sup>[2]</sup>
[8]	Valore post-money	1.527.552 €			=(7.1*3.1)+ +(7.2*3.2)+ +(7.3*3.3)
[9]	Investimento	300.000 €			Dato di partenza
[10]	% Capitale richiesto	19,6%			= [9] / [8]
[11]	Valore pre-money	1.227.552 €			= [8] - [9]

## 7. L'approccio *scorecard*: i principali metodi di valutazione qualitativi.

I contributi presenti in materia di valutazione delle startup attraverso metodi di valutazione qualitativi sono piuttosto frammentari; pertanto, si prova qui ad offrire una sistematizzazione ragionata delle diverse tipologie di metodologie sviluppate, soprattutto da parte di professionisti.

Utilizzando un approccio *scorecard*, le principali tipologie di metodi di valutazione qualitativi delle startup sono le seguenti:

- il *Payne Scorecard*;
- il *Risk Factor Summation Method*;
- il *Berkus Method*.

### 7.1. Il *Payne Scorecard*.

Il *Payne Scorecard* è stato sviluppato nel 2001, e rivisitato nel 2011, da Bill Payne (2011 a). Il metodo è raccomandato per la valutazione di startup operanti in fase *seed*, il cui valore *pre-money* da calcolare si aggiri tra \$1 milioni e \$2,5 milioni. Nel suo metodo, Payne individua sette fattori qualitativi di rilevanza strategica da considerare in una valutazione, in quanto idonei ad esprimere la capacità di una startup di sopravvivere e, eventualmente, di trasformarsi in una società redditizia. I sette fattori del metodo Payne Scorecard sono:

(i) *Strength of the Entrepreneur and the Team*. Payne ritiene che avere nel management degli amministratori esperti o che gli stessi *founders* abbiano esperienza sia il fattore più importante da valutare, in quanto rassicura gli investitori ed aumenta il valore della startup. Allo stesso tempo, però, bisogna anche accertare e valutare altri elementi legati al *team* e ai fondatori della startup, come la volontà o la capacità di raggiungere determinati traguardi o di essere disposti a cedere la propria posizione ad amministratori con più esperienza;

(ii) *Size of the Opportunity*. Payne sottolinea che gli investitori intendono investire in società che possono conseguire facilmente decine di milioni di dollari di fatturato o che, comunque, operino in un mercato velocemente scalabile;

(iii) *Product/Technology*. Nel valutare questo fattore, l'esperto e gli investitori esaminano il prodotto, cercando di capire se può convincere il mercato e la clientela e se è facilmente replicabile dalla concorrenza;

(iv) *Competitive Environment*. Questo fattore offre la possibilità di far pesare sulla valutazione la forza delle società e dei prodotti concorrenti;

(v) *Marketing/Sales/Partnerships*. Nel determinare questo fattore, bisogna valutare i canali di vendita, gli accordi con i punti di vendita e le strategie di marketing;

(vi) *Need for Additional Investment*. Questo fattore pone in evidenza la necessità o meno di ulteriori *round* di investimento da parte di altri soggetti;

(vii) *Other Factors*. Gli investitori, infine, valutano se ci sono altri fattori positivi o negativi.

Payne (2011 a) indica che ognuno dei fattori deve essere ponderato in relazione alla propria importanza ma circoscritto all'interno di un *range* di valori la cui somma, comunque, deve essere uguale al 100%. In ogni caso, quando il peso di uno o più fattori aumenta o si riduce, i restanti fattori devono essere aggiustati fino a giungere ad un totale uguale al 100%, allocando la differenza a uno o più fattori (Peso modificato 1) o redistribuendo

pro-quota a tutti i restanti fattori (Peso modificato 2) come mostrato nella Tabella 3.

TABELLA 3 - Il *Payne Scorecard*. La valutazione dei fattori

Fattore di Confronto	Peso Valutazione Standard (Max)	Peso Valutazione Modificato 1	Peso Valutazione Modificato 2
Strength of the Entrepreneur & Team	30%	35%	34%
Size of the Opportunity	25%	15%	15%
Product/Technology	15%	17%	17%
Competitive Environment	10%	13%	11.3%
Marketing/Sales/Partnerships	10%	10%	11.3%
Need for Additional Investment	5%	5%	5,7%
Other Factors	5%	5%	5,7%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Successivamente, il metodo *Payne Scorecard* prevede il confronto della startup oggetto di valutazione con un'ipotetica società *benchmark*. Ad ognuno dei fattori è assegnato un *rating* percentuale assegnato in funzione alla società *benchmark* che, invece, mostra un valore pari al 100% in tutti i fattori. Un valore superiore (inferiore) al 100% di uno dei fattori di confronto indica che la società *target* consegue risultati migliori (peggiori) rispetto al *benchmark* per quel che riguarda quel determinato fattore.

La tabella 4 mostra un esempio di applicazione del *Payne Scorecard*, dove si suppone che un investitore intenda investire \$ 200.000 nella startup Alpha, che nessun altro investitore sia intenzionato a partecipare a questo *round* di finanziamento e che il valore mediano *pre-money* di società dato dall'applicazione del metodo delle transazioni comparabili sia pari a \$ 1.000.000.

TABELLA 4 - Il *Payne Scorecard*. Società Alpha

Fattore di Rischio	Peso	Target vs Benchmark	Fattore
Strength of the Entrepreneur & Team	30%	125%	0.38
Size of the Opportunity	25%	150%	0.38
Product/Technology	15%	150%	0.23
Competitive Environment	10%	75%	0.08
Marketing/Sales/Partnerships	10%	80%	0.08
Need for Additional Investment	5%	100%	0.05
Other Factors	5%	100%	0.05

Fattore di Rischio	Peso	Target vs Benchmark	Fattore
<b>Totale [1]</b>	<b>100%</b>		<b>1.23</b>
<i>Valore pre-money</i> mediana delle società comparabili [2]		\$	1.000.000
<i>Valore pre-money</i> della startup <i>target</i> [3] = [1] * [2]		\$	1.230.000
Investimento [4]		\$	200.000
<i>Valore post-money</i> [5] = [3] + [4]		\$	1.430.000
<b>Capitale richiesto [6] = [4]/[5]</b>			<b>13,99%</b>

Dopo aver assegnato ad ogni fattore di rischio un *peso* specifico espresso in percentuale, l'esperto valutatore ha sviluppato un *set* di percentuali dato dai rapporti tra i valori dei fattori di rischio della startup e quelli del *benchmark*. Moltiplicando il *peso* assegnato a ciascun fattore e la percentuale del rapporto tra i valori dei singoli fattori di rischio della startup e il *benchmark*, si ottiene il valore del fattore di rischio ponderato (*Factor*). Ad esempio, il valore del fattore *Strength of the Entrepreneur and the Team* è dato da:

$$\text{Strength of the Entrepreneur and the Team} = 30\% * 125\% = 0.38$$

Basandosi sull'analisi dei fattori di rischio, la startup Alpha è superiore al suo *benchmark*. Il valore totale dei fattori (*Factor total value*) della società *target* è:

$$\text{Factor Total Value} = 30\% * 125\% + 25\% * 150\% + 15\% * 150\% + 10\% * 75\% + 10\% * 80\% + 5\% * 100\% + 5\% * 100\% = 123,0\% = 1.23 [1]$$

Partendo dal valore *pre-money* delle società comparabili pari a \$ 1.000.000, il *valore pre-money* della startup *target* è:

$$\text{Valore pre-money startup} = \$1.000.000 * 1.23 = \$1.230.000 [3]$$

Per giungere, infine, al valore *post-money* della società *target*, bisogna considerare il nuovo *round* di finanziamenti da parte degli investitori di \$ 200.000:

$$\text{Valore post-money startup} = \$1.230.000 + \$200.000 = \$1.430.000[5]$$

Gli investitori, a fronte del capitale che intendono apportare alla società, chiedono azioni o una quota di partecipazione che abbia un valore pari al 13,99% [6] del capitale sociale della startup.

Il *Payne Scorecard* è solito essere accompagnato da un foglio di lavoro che guida l'investitore nella comparazione dei fattori della startup *target* e del suo relativo *benchmark*. Per esempio, per il fattore "*Strength of the Entrepreneur and the Team*", la *scorecard* tiene conto di questioni come l'esperienza del *team* in termini di anni spesi all'interno di un *business*, di ruoli dirigenziali o operativi ricoperti negli anni e così via.

I risultati derivanti dall'applicazione del metodo Payne Scorecard sono fortemente dipendenti dalle caratteristiche del *benchmark* e dal valore *pre-money* delle società comparabili. Il *benchmark*, infatti, tipicamente riflette le caratteristiche di un'ipotetica società che è nella stessa fase di vita e che opera nello stesso settore e nella stessa area geografica della startup oggetto di valutazione. Un ulteriore limite di questa metodologia risiede nei costi di ricerca e di analisi di quei dati relativi al *benchmark* che servono per effettuare il confronto da cui ottenere il valore del fattore di comparazione (Puca, 2020).

## 7.2. Il Risk Factor Summation Method.

Introdotta e sviluppata dall'Ohio TechAngels, il *Risk Factor Summation (RFS) method* è un modello *scorecard* da utilizzare per determinare il valore *pre-money* di una startup operante nella fase *pre-revenue* in *seed stage* (Payne, 2011 b). Il metodo RFS si basa sulla valutazione di una serie di rischi e della loro relazione inversa con il valore della startup. Questa metodologia si distingue dal *Payne Scorecard Method* perché quest'ultimo si basa sul confronto dei punti di forza e di debolezza della startup da valutare e quelli di un'impresa rappresentante il suo *benchmark*. Con il *RFS method*, invece, l'esperto pone a confronto la startup da valutare con un gruppo di società comparabili, usando una lista di 12 fattori di rischio. Ad ognuno dei fattori di rischio, il valutatore assegna un punteggio che può variare da +2, quando la startup è in grado di ridurre e gestire il rischio molto più facilmente rispetto alle società comparabili, a -2, che indica che la startup ha una scarsa capacità di mitigazione del rischio rispetto ai *comparables*.

Dopo aver attribuito un punteggio ad ognuno dei fattori di rischio, si aggiusta il valore *pre-money* delle società comparabili attraverso incrementi o decrementi di valori fissi, cioè già tradotti in valori monetari: i fattori di rischio aggiustano il valore *pre-money* ottenuto dal valore mediano (medio) delle società comparabili di +/- 250.000\$, all'aumentare o diminuire del coefficiente del fattore di rischio, come mostrato nella Tabella 5.

Tabella 5 - *Risk Factor Summation (RFS) Method*.  
Coefficienti dei fattori di rischio e aggiustamenti di valore

Coefficiente del fattore di rischio	Aggiustamento del valore <i>pre-money</i>
+2	\$ 500.000
+1	\$ 250.000
0	\$ -
-1	\$ (250.000)
-2	\$ (500.000)

I dodici fattori di rischio individuati dall'Ohio TechAngels sono:

(i) *Competition risk*. Va esaminato l'insieme di attività che la concorrenza può intraprendere e che può impattare negativamente sull'attività imprenditoriale. La scalabilità del prodotto, il rischio di un'entrata veloce dei concorrenti — anche stranieri — nel mercato servito, il rischio di innovazione, il rischio di un *pricing* migliore dei *competitors* vanno considerati in questa categoria;

(ii) *Management risk*. È il rischio il management prenda decisioni che vadano contro gli interessi generali dei soci. In questo senso, è decisivo osservare lo sviluppo del talento all'interno dei gruppi di lavoro, la motivazione e la possibilità di trattenere i migliori manager nel lungo periodo;

(iii) *Legislation/political risk*. Corrisponde al rischio derivante dalla promulgazione di norme e da cambiamenti politici che possono portare instabilità: si fa riferimento ad una possibile tassazione specifica del prodotto o del servizio, regolamentazioni del lavoro più rigorose e rischi macroeconomici generici;

(iv) *Sales and marketing risk*. Le potenziali perdite ed i fallimenti strategici del *team* che si occupa del marketing e delle vendite sono incluse in questo rischio. Questo rischio è strettamente connesso col *management risk* perché il *team* in questione fa parte del management della startup: bisogna conoscere le esperienze e gli eventuali successi o insuccessi del personale. Successivamente, bisogna valutare la domanda, attuale e potenziale, dei clienti ed il *pricing* del prodotto\servizio;

(v) *Technology risk*. Il rischio tecnologico include i potenziali fallimenti tecnologici che possono rovinare l'idea imprenditoriale della startup. Le startup, soprattutto quelle tecnologiche, devono affrontare una forte concorrenza e un'obsolescenza dei prodotti potenzialmente rapida. Eventuali diritti di proprietà intellettuale della startup possono ridurre il rischio tecnologico, mentre l'incapacità di offrire servizi complementari e di integrare il prodotto o il servizio con altri già esistenti lo fanno aumentare;

(vi) *Exit value risk*. Valuta le opportunità di *exit* per l'investitore. In questo frangente, l'esperto valutatore valuta, in *primis*, il settore industriale della startup: il rischio aumenta qualora il settore dovesse essere poco attrattivo. Il secondo aspetto di cui il valutatore deve tenere conto riguarda la disponibilità dei *founders* a cedere una parte delle proprie azioni per far accogliere nuovi investitori nella compagine societaria: il rischio aumenta se i *founders* si dimostrano maggiormente restii a cedere ulteriori quote di capitale;

(vii) *Manufacturing/supply chain risk*. È la categoria di quei rischi che influenzano il processo di realizzazione del prodotto o del servizio. L'esperto osserva i singoli componenti del prodotto, valutandone anche il *design*, il *packaging* e le eventuali limitazioni tecniche: l'esigenza di interrompere e riprogettare il processo di sviluppo e di produzione del prodotto e del servizio influenzerà negativamente il valore della startup;

(viii) *Stage of the business*. Esprime lo *status quo* della startup e valuta quanto è rischioso proseguire con l'idea imprenditoriale. In questa fase, se il *proof of concept* è stato già testato e giudicato positivamente o se i clienti hanno già iniziato ad usare il prodotto o servizio, questa componente del rischio diminuisce e potrà essere valutato positivamente;

(ix) *Reputation risk*. Corrisponde al rischio di perdite di capitale economico, sociale e/o quote di mercato dovute al danneggiamento della reputazione. Tale rischio può essere influenzato innanzitutto dai *feedback* lasciati dalla clientela: quando si lancia un nuovo prodotto sul mercato destinato ad una clientela nuova e, teoricamente, inesperta, il rischio reputazionale aumenta perché i clienti possono risultare riluttanti nell'uso del prodotto o del servizio. Allo stesso tempo, i clienti possono — dopo aver iniziato ad usare il prodotto — evidenziare degli errori operativi. Infine, il rischio reputazionale può essere legato non all'idea imprenditoriale ma alla startup nel suo complesso;

(x) *Litigation risk*. Fa riferimento al rischio che la startup affronti delle cause legali: i motivi possono essere disparati e legati sia alla società sia ai vari *stakeholders*;

(xi) *International risk*. Corrisponde al rischio derivante da operazioni commerciali internazionali e ai contesti geografici dove la startup intende vendere il proprio prodotto;

(xii) *Funding/capital raising risk*. Individua la capacità della startup di raccogliere il capitale di cui ha bisogno. L'esperto deve badare agli eventuali ritardi legati al processo di approvvigionamento di capitali e, addirittura, al rischio di non trovare alcun investitore interessato all'iniziativa.

La lista dei fattori di rischio, ovviamente, può essere rivista integrandola con alcuni fattori di rischio emergenti, come quelli legati alla cybersecurity o all'antiriciclaggio, oppure essere modificati in relazione alle caratteristiche dell'industria dove la startup intende operare.

La sommatoria degli aggiustamenti del valore *pre-money* può comportare un aumento o un decremento del valore relativo mediano (o medio) delle società comparabili. Tuttavia, a differenza del *Payne Scorecard* che determina il fattore di rettifica espresso come multiplo della *valore pre-money* del *benchmark*, il RFS indica direttamente in termini monetari (euro, dollaro etc.) l'aggiustamento, positivo o negativo, da fare alla *valore pre-money* delle società comparabili: questo rappresenta un limite perché gli aggiustamenti hanno un valore fisso e sono applicati indistintamente a tutti i fattori di rischio, senza tener conto del tipo di rischio né delle caratteristiche della startup e del *benchmark*.

Il RFS non necessita, dunque, di dati finanziari prospettici dettagliati poiché esso stima il valore *pre-money* della startup *target* attraverso l'uso di informazioni disponibili al momento della data della valutazione. In questa fase, ottenere informazioni sui *comparables* può risultare dispendioso se non, addirittura, impossibile.

La Tabella 6 mostra i passaggi dell'applicazione del metodo RFS per la determinazione del valore della startup Beta, che presenta un ottimo *team* manageriale ed è in una fase operativa e di sviluppo del prodotto che ha mostrato delle ottime potenzialità di guadagno. Allo stesso tempo, la startup Beta è in grado di gestire il rischio politico\legale in maniera efficiente ed ha un *team* che si occupa delle vendite e del marketing molto valido. Tra i principali problemi riscontrati rispetto al *benchmark*, però, si osserva un'esposizione notevole al rischio internazionale: probabilmente, i prodotti dovranno essere venduti principalmente nei Paesi emergenti e, quindi, in mercati più rischiosi. La startup Beta, infine, presenta anche un rischio legato alla dipendenza di finanziamenti esterni per poter raggiungere ed intraprendere la fase successiva nel suo percorso di crescita. A seguito di quanto detto, l'aggiustamento di valore da applicare alla società Beta è pari a \$250.000. Assumendo che il valore mediano delle società comparabili sia pari a \$2.100.000 e che l'investitore sia pronto ad effettuare un investimento pari a \$500.000, quest'ultimo richiederà una quota capitale pari al 17,54% della società Beta.

TABELLA 6 - *Risk Factor Summation (RFS) Method*. Società Beta

<b>Fattore di Rischio</b>	<b>Valutazione del rischio</b>	<b>Aggiustamento</b>
Competition risk	Mitigazione estremamente positiva (+2)	\$ 500.000
Management risk	Mitigazione estremamente positiva (+2)	\$ 500.000
Legislation/political risk	Mitigazione positiva (+1)	\$ 250.000
Sales and marketing risk	Mitigazione estremamente positiva (+2)	\$ 500.000
Technology risk	Mitigazione negativa (-1)	\$ (250.000)
<i>Exit</i> value risk	Mitigazione neutrale (0)	\$ -
Manufacturing/Supply chain risk	Mitigazione neutrale (0)	\$ -
Stage of the <i>business</i>	Mitigazione negativa (-1)	\$ (250.000)
Reputation risk	Mitigazione negativa (-1)	\$ (250.000)
Litigation risk	Mitigazione neutrale (0)	\$ -
International risk	Mitigazione estremamente negativa (-2)	\$ (500.000)
Funding/Capital raising risk	Mitigazione negativa (-1)	\$ (250.000)
<b>Totale [1]</b>		<b>\$ 250.000</b>
<b>Valore pre-money mediana delle società comparabili [2]</b>		<b>\$ 2.100.000</b>
<b>Valore pre-money della startup target [3] = [1] + [2]</b>		<b>\$ 2.350.000</b>
<b>Investimento [4]</b>		<b>\$ 500.000</b>
<b>Valore post-money [5] = [3] + [4]</b>		<b>\$ 2.850.000</b>
<b>Azioni richieste [6] = [4]/[5]</b>		<b>17,54%</b>

### 7.3. Il Berkus Method.

A metà degli anni Novanta, David Berkus (2009) sviluppa un metodo di valutazione, noto appunto come *Berkus method* per valutare le startup tecnologiche che vivono ancora la fase di *pre-revenue*; tuttavia, il metodo trova subito ampia diffusione e viene usato anche per valutare startup operanti in altri settori.

Il *Berkus Method*, nella sua versione originale, prevede che il valore *pre-money* massimo a cui una startup può giungere è \$2.500.000. Tale valore, successivamente, deve essere scomposto egualmente in cinque fattori che sono: *sound idea* (idea imprenditoriale), *prototype* (prototipo), *quality management team* (qualità del management), *strategic relationships* (relazioni strategiche) e *product rollout or sales* (lancio del prodotto). Berkus assegna ad ogni fattore degli specifici rischi che sono, rispettivamente ai fattori individuati, l'*innovation risk*, il *technology risk*, l'*execution risk*, il *marketing risk* ed il *production risk*.

Ognuno di questi rischi, quindi, può far incrementare il valore *pre-money* della startup al massimo di \$ 500.000 (Tabella 7).

TABELLA 7 - Berkus Method. Fattori di rischio

Fattore	Rischio	Valutazione
<i>Sound Idea</i>	Innovation risk	Max \$ 500.000
<i>Prototype</i>	Technology risk	Max \$ 500.000
<i>Quality management team</i>	Execution risk	Max \$ 500.000
<i>Strategic relationships</i>	Marketing risk	Max \$ 500.000
<i>Product rollout or sales</i>	Production risk	Max \$ 500.000

Per stimare il valore *pre-money* della startup, l'investitore deve valutare il livello di raggiungimento di ognuno dei cinque rischi: il contributo di ognuno dei fattori al valore *pre-money* della startup è, quindi, calcolato attraverso la moltiplicazione del grado di raggiungimento di ogni fattore di rischio (%) e il suo valore massimo *pre-money* (\$ 500.000). Ad esempio, il contributo del fattore legato all'idea imprenditoriale (fattore di rischio innovativo) presentato dalla startup Gamma è calcolato nella seguente maniera (Tabella 8):

$$\text{Contributo del fattore } \textit{sound idea} = \$ 500.000 * 80\% = \$ 400.000$$

I contributi di ciascun fattore \rischio sono sommati per poi giungere al valore *pre-money* finale. La tabella 8 mostra un caso studio dove il valore della startup viene calcolato attraverso il *Berkus Method*.

Il *Berkus method* si focalizza, quindi, su aspetti critici che l'esperto deve determinare e misurare al *momento della valutazione* e su fattori qualitativi

che, in futuro, saranno i fattori determinanti delle performance della startup. Inoltre, legando il valore iniziale *pre-money* ad un massimo pari \$2,5 milioni il *Berkus method* garantisce la possibilità di ottenere un accettabile tasso di ritorno sull'investimento ed un'adeguata diversificazione del portafogli d'investimento (Puca, 2020).

TABELLA 8 - Berkus Method. Società Gamma

Fattore	Valutazione massima	Grado di conseguimento	Grado di conseguimento benchmark	Valore <i>pre-money</i>
<i>Sound Idea</i>	Max \$ 500.000	80%	80%	\$ 400.000
<i>Prototype</i>	Max \$ 500.000	100%	80%	\$ 500.000
<i>Quality management team</i>	Max \$ 500.000	60%	50%	\$ 300.000
<i>Strategic relationships</i>	Max \$ 500.000	30%	25%	\$ 150.000
<i>Product rollout or sales</i>	Max \$ 500.000	0%	0%	\$ -
<b>Valore <i>pre-money</i> [1]</b>				<b>\$ 1.350.000</b>
<b>Investimento</b>	<b>[2]</b>			<b>\$ 300.000</b>
<b>Valore <i>post-money</i> [3] = [1] + [2]</b>				<b>\$ 1.650.000</b>
<b>Azioni richieste</b>	<b>[4] = [2]/[3]</b>			<b>18,2%</b>

## 8. Conclusioni.

La valutazione delle startup si presenta difficoltosa a causa dell'impossibilità di far uso di dati storici su cui si basano i metodi di valutazione tradizionali. Anche la necessità imprescindibile di considerare taluni elementi intangibili specifici delle startup, specie quelli non contabilizzati e privi di un valore di mercato autonomo, rendono tale valutazione più complicata. In assenza di metodologie rigorose di stima dei suddetti elementi, bisogna tenere conto nella valutazione di alcuni fattori e componenti di rischio intrinsecamente legati alla startup nel suo complesso. L'abilità del valutatore sarà pertanto quella di individuare e, conseguentemente, tenere conto di tali elementi legati alla realtà imprenditoriale oggetto di valutazione, sapendo coglierne i tratti peculiari.

Le metodologie di valutazione tradizionali non sono adatte per la valutazione delle startup: per questo motivo, il presente lavoro ha tentato di fornire una sistematizzazione teorica, ma supportata da alcuni esempi pratici, dei metodi innovativi che accademici ed attori della prassi professionale hanno sviluppato negli ultimi anni per determinare il valore delle startup. Alcuni metodi si pongono come obiettivo di determinare il valore *pre-money*

della startup, attraverso un approccio qualitativo e sono il *Payne Scorecard*, il *Risk Factor Summation Method* ed il *Berkus Method*. Altri, invece, quantificano il valore *post-money* della startup e si basano su elementi quantitativi: si tratta del *3-stage DCF*, del *Venture Capital Method* e del *First Chicago Method*.

I rapidi cambiamenti che tutti i settori industriali stanno vivendo, soprattutto quelli legati al settore finanziario e a quello tecnologico, porteranno nuove problematiche e questioni a cui la prassi professionale dovrà dare una risposta. È plausibile, quindi, che nel prossimo futuro verranno sviluppati nuovi modelli di valutazione che, da un lato, terranno conto degli aspetti prettamente qualitativi della startup ma, dall'altro, si baseranno, grazie anche alla mole di informazioni e dati che ormai sono disponibili, anche su elementi quantitativi.

## Bibliografia

- BERKUS D. (2009). *The Berkus Method-Valuing the Early Stage Investment*. *Berkonomics*. URL: <https://berkonomics.com>.
- DAMODARAN A. (1999). *The dark side of valuation: firms with no earnings, no history and no comparables*. Working paper.
- DAMODARAN A. (2009). *Valuing young, start-up and growth companies: estimation issues and valuation challenges*. Available at SSRN 1418687, 2009.
- DAMODARAN A. (2020). *Discounted Cashflow Valuation: Equity and Firm Models*. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/ovhds/dam2ed/dfvveg.pdf>
- DELL'ACQUA A., SHEHATA J. (2021). *Startup Finance: Strumenti finanziari, metodi di valutazione, aspetti legali*. EGEA.
- MORO-VISCONTI R. (2021). *Startup Valuation*, in *Startup Valuation*. Palgrave Macmillan, Cham, pp.213-241.
- PAYNE B. (2011 a). *Scorecard Valuation Methodology: Establishing the Valuation of Pre-revenue Start-up Companies*. URL: <https://blog.gust.com/valuations-101-scorecard-valuation-methodology/>
- PAYNE B. (2011 b). *Valuations 101: The Risk Factor Summation Method*. URL: <http://blog.gust.com/valuations-101-the-risk-factor-summation-method/> (accused November 6, 2016).
- POTITO L. (2020). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Giappichelli.
- PUCA A. (2020). *Early Stage Valuation: A Fair Value Perspective*. Wiley.
- WOLFF M. (2013). *Burn rate: How I survived the gold rush years on the internet*. Simon and Schuster

## ATTUALITÀ ( \*)

*Survey IVSC: ESG nel processo di valutazione “Have your say”*

L'IVSC lancia una interessante survey, rivolta a tutti i membri, sul tema “ESG e processo di valutazione”, confermando quindi un crescente interesse del contesto valutativo sui fattori Environmental Social and Governance (ESG). IVSC sottolinea che la quantificazione esplicita delle componenti ESG all'interno del processo di valutazione è sempre stata raccomandata ma allo stato attuale non esistono standard *ad hoc* per offrire un adeguato supporto ai valutatori. Negli ultimi anni, i fattori ESG hanno acquisito ancora maggiore importanza in tutti i mercati: ciò è, in parte, dovuto ai rinnovati impegni globali per la sostenibilità ambientale e la *net-zero* economy, la crescente influenza dei beni immateriali sulle valutazioni e un maggiore controllo degli investitori, dei sistemi normativi e delle comunità su tali criteri.

Nell'ambito di un più ampio programma di attività legate a ESG e valutazione, l'IVSC ha recentemente istituito un gruppo di lavoro ESG composto da esperti internazionali. Sul medesimo tema IVSC ha pubblicato una *consultation agenda* e tre Perspectives Paper, che possono quindi essere considerati documenti preparatori alla definizione di standard che hanno quindi l'obiettivo di includere requisiti di valutazione ESG più mirati per le varie aree valutative nelle future edizioni degli IVS.

Il gruppo di lavoro ha pubblicato online un sondaggio tra investitori, imprese (in quanto utenti di valutazioni) e esperti valutatori per capire a che punto sono nel loro percorso verso la quantificazione delle componenti ESG all'interno delle loro valutazioni. Il questionario può essere compilato online ed è stato disponibile sul sito di IVSC fino alla fine del mese di aprile. IVSC ha predisposto tre differenti tipologie di questionario, di cui il primo riservato alle imprese (Businesses – Valuation Users), il secondo dedicato ai professionisti valutatori (Valuation Providers) e infine il terzo agli investitori (Investors).

Gli intervistati possono registrarsi per ricevere un rapporto sui risultati che sarà pubblicato dal gruppo di lavoro entro la fine dell'anno. L'utilità della survey deriva dal fatto che IVSC intende sviluppare standard che effettivamente rispondano alle esigenze dei mercati e del contesto professionale.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/eng-sg-survey/>*

\* \* \*

*L'importanza (e la sfida) della valutazione degli intangibili*

---

(\*) A cura di Federica Doni

IVSC conferma il suo forte interesse in merito alla valutazione degli intangibili presentando i contenuti di una interessante intervista rilasciata da Jeremy Stuber, *global equity analyst* presso la *Newton Investment Management*, *Chair* del *Corporate Users Forum* (CRUF) e *co-chair* del *Capital Markets Advisory Committee* (CMAC). L'analista espone alcuni elementi in merito alle ben note criticità legate alla valutazione degli intangibili utilizzando la citazione di Dale Carnegie ("The value of a smile...It costs nothing but creates much"). Nonostante che gli intangibili siano difficili da definire, e ancora più difficili da misurare, stanno diventando sempre più importanti per la comprensione da parte degli investitori della performance e delle prospettive di un'azienda. I fattori intangibili sono sempre stati parte integrante della valutazione di un'azienda. Ciò che è cambiato è che gli stessi modelli di business di oggi sono diventati più intangibili. Attualmente, infatti, un'azienda non ha quasi bisogno di possedere risorse fisiche: gli uffici possono essere affittati, le informazioni possono essere elaborate e archiviate sul cloud e la logistica può essere esternalizzata. Per molte aziende moderne l'investimento più grande è la costruzione di un marchio, piuttosto che l'acquisto di una macchina. Ciò rende il compito della valutazione molto più difficile, ma anche molto più interessante. In passato, le valutazioni di mercato spesso rispecchiavano il bilancio pubblicato. La ricerca di titoli con un basso rapporto prezzo/prestazioni era una buona indicazione di un potenziale affare. Tuttavia, i valori contabili non hanno una adeguata valenza informativa poiché molti beni immateriali non sono presenti in bilancio e alcuni beni immateriali che sono nel bilancio, inclusi molti beni immateriali acquisiti e l'avviamento, sono molto difficili da interpretare.

L'intervistato ricorda che di recente in occasione della tavola rotonda di IVSC sull'argomento "Time to get Tangible about Intangibles" ha suggerito di suddividere i beni immateriali in due categorie: beni immateriali (che non sono una componente distinta del capitale investito) e beni immateriali tangibili (che invece sono una componente distinta del capitale investito). I beni immateriali sono facili da descrivere, ma difficili da definire. Li riflettiamo nelle valutazioni in vari modi, ad esempio nelle previsioni dei ricavi o nel tasso di sconto, ma generalmente non sono riconosciuti come una componente separata del capitale investito. L'intervistato riporta alcuni esempi noti di "intangible intangibles". Si riporta di seguito il commento sull'intangible "fiducia nel management". Dopo ogni riunione aziendale, ci chiediamo: confidiamo che manterranno le loro promesse? Molte domande degli investitori si riducono alla calibrazione della guida del management; è ottimista o pessimista? Qual è una probabile gamma di risultati? L'intervistato riporta una interessante vicenda durante la quale partecipando a una visita di investitori a una società di costruzioni navali, durante la visita, il CFO si è scusato per parlare con un paio di ingegneri su un complicato progetto di riparazione. L'analista rimase colpito dal fatto che, in maniera insolita, il CFO fosse in contatto diretto con il progetto e fosse tenuto aggiornato sui progressi. Queste

impressioni sono spesso espresse in una valutazione in termini di “premio di gestione” in cui un prezzo obiettivo si basa su un multiplo più alto dei profitti. Fiducia e governance sono strettamente collegate e quindi si rileva una rilevante sovrapposizione con la disclosure ESG. L'analista afferma che: “Solo perché i beni immateriali non sono trattati come attività e passività separate nei bilanci, o come componenti separati nella definizione di capitale investito da parte di un investitore, non significa necessariamente che siano sottovalutati dal mercato. Quando un amministratore delegato ben stimato si dimette improvvisamente, il prezzo delle azioni spesso scende, dimostrando chiaramente che il mercato ne prende atto”.

Altro ben noto intangibile è rappresentato dalla cultura aziendale. L'analista si interroga sul fatto se la cultura debba essere innovativa o prudente e se la libertà creativa è prevalente oppure se la cultura aziendale è focalizzata sul processo. Ad esempio l'intervistato afferma, durante una visita in fabbrica, di avere visto alle pareti enormi poster contenenti dati di produzione molto dettagliati che i lavoratori in officina avrebbero dovuto registrare. Si può quindi evidenziare una chiara connessione tra questa cultura della misurazione e il successo dell'azienda nella politica di riduzione dei costi. In genere l'esperto valutatore ha molta fiducia nelle indicazioni di risparmio dei costi del management, ma allo stesso tempo si ritiene che la crescita delle vendite potesse essere inferiore rispetto ai *peers* dell'azienda, perché in tal caso questa non rappresenta un'area di interesse prevalente.

Altro intangibile è rappresentato dai dipendenti. Nella maggior parte degli annual report sono presenti poche informazioni sui dipendenti, il che rende difficile trovare risposte a semplici domande: chi fa cosa? Dove viene svolta l'attività? Quanto i dipendenti vengono pagati? Ad esempio da un confronto fra due aziende ad alta intensità di R&S (ricerca e sviluppo) sembrerebbe che l'azienda che spende di più in R&S dovrebbe avere un valore maggiore di innovazione accumulata. Tuttavia, questa analisi non tiene conto del fatto che nella comparazione considerata un'azienda aveva tutti i suoi dipendenti in un paese ad alto costo, mentre l'altra aveva una strategia per spostare la sua attività di ricerca e sviluppo in un paese a basso costo, dove i dipendenti erano sia più economici che più produttivi. Anche i tassi di abbandono sono utili, soprattutto se comunicati nel tempo per segmento e paese. Ciò è utile per capire meglio la realtà aziendale.

L'analista considera inoltre un altro intangibile, la catena di fornitura. Il feedback dei clienti è sempre utile per verificare se la proposta di valore dichiarata è davvero apprezzata. Forse, piuttosto sorprendentemente, durante una visita aziendale, è stato detto che l'azienda è stata valutata male da molti clienti. Il motivo non era però necessariamente negativo perché, pur offrendo prezzi molto bassi, qualsiasi variazione di termini, come un cambiamento di volume o di data, veniva fortemente penalizzata nei contratti. Ai fini valutativi anche la concentrazione dei clienti è un'informazione molto utile, come la percentuale dei ricavi dei primi dieci clienti, e anche l'esposizione per

settore. Affidarsi a pochi grandi clienti, soprattutto se sotto pressione, si traduce in un'attività più rischiosa e quindi in una valutazione più bassa. Allo stesso modo, le informazioni sui fornitori come il numero e la concentrazione dei fornitori sono utili per comprendere l'ambito delle operazioni e la complessità all'interno dell'azienda. Quando si tratta di disastri naturali o situazioni di stress sulle catene di approvvigionamento, anche le informazioni su dove si trovano i fornitori sono fondamentali.

Solo perché i beni immateriali non sono trattati come attività e passività separate nei bilanci, o come componenti separati nella definizione di capitale investito da parte di un investitore, non significa necessariamente che siano sottovalutati dal mercato. Quando un amministratore delegato ben considerato si dimette improvvisamente, il prezzo delle azioni spesso scende, dimostrando chiaramente che il mercato ne prende atto. Una migliore disclosure in materia di ESG su governance, cultura, dipendenti e catene di approvvigionamento aiuterebbe gli investitori a riflettere gli elementi immateriali nelle loro valutazioni.

I beni immateriali possono essere valutati in base al costo storico, anche se in prima approssimazione. L'inclusione di beni immateriali tangibili come parte del capitale investito offre una migliore riflessione dell'economia e delle prospettive sottostanti di un'impresa. Secondo gli attuali principi contabili, molti investimenti in beni immateriali sono contabilizzati come spese. Di conseguenza, molti beni immateriali mancano dal bilancio e gli utili dichiarati sono sottovalutati per le aziende in crescita. In riferimento ai beni immateriali non contabilizzati in bilancio, se si considera un'azienda di beni di consumo di marca, il suo modello di business è quello di costruire e mantenere i suoi marchi per consentirgli di applicare *premium prices*. In termini economici, il marchio è ovviamente un asset chiave del business. Può sorprendere che questi marchi generati internamente non appaiano come una risorsa nei bilanci; inoltre i principi contabili impongono che la pubblicità sia spesa nel periodo, anziché capitalizzata e rilevata come attività. Ad esempio se calcoliamo il ROIC in base ai dati di bilancio, il ROIC è estremamente alto. Di conseguenza, queste attività sono spesso descritte come di qualità eccezionalmente elevata con incredibili barriere all'ingresso, poiché l'altissimo ROIC è stato sostenuto per molti anni. Tuttavia, se includiamo il valore del marchio nella tradizionale definizione di capitale investito, il ROIC è molto più basso. Questo riflette in maniera migliore l'economia sottostante, rivelando che si tratta di attività di elevata qualità con ottime barriere all'ingresso. Il ROIC rettificato è importante non solo per descrivere la qualità del business, ma anche come misura chiave in qualsiasi modello di Discounted Cash-Flow (DCF), che influenza i tassi di crescita e decrescita.

Altro aspetto da considerare è che i profitti dichiarati vengono sottovalutati per le aziende in crescita. Gli utili dichiarati dovrebbero riflettere l'andamento dell'azienda in un determinato periodo. Tuttavia, per un'azienda in crescita che investe molto in beni immateriali, i profitti sono spesso

sottovalutati, a volte in modo significativo. Basti considerare ad esempio un'attività SaaS (*Software as a Service*) come esempio concreto. L'azienda investe molto in beni immateriali, con quasi la metà dei ricavi spesi in attività di vendita e marketing per attirare e fidelizzare nuovi clienti e circa un sesto dei ricavi spesi in ricerca e sviluppo per garantire che il suo prodotto sia aggiornato. Questi investimenti hanno sostenuto una crescita dei ricavi molto forte. La criticità deriva dal fatto che secondo le attuali regole contabili, sia le vendite che il marketing e la ricerca e sviluppo sono spese nel periodo in cui sono sostenute. Sebbene questo trattamento contabile sia prudente, poiché non possiamo essere sicuri che questi investimenti creeranno effettivamente un'attività, si contrappone al *matching principle*, perché gran parte di questi investimenti si riferiscono a periodi futuri piuttosto che al periodo corrente. A seguito del trattamento contabile, la redditività dichiarata è stata appena al di sopra del pareggio, dando l'impressione che l'andamento del business sia stato davvero molto debole. La situazione cambia se includiamo questi investimenti immateriali come parte del capitale investito. Capitalizzando e ammortizzando, stiamo effettivamente dividendo l'importo speso per investimenti immateriali in due parti: ammortamento, relativo al periodo corrente, e crescita, relativo a periodi futuri. È lo stesso approccio che utilizziamo per le attività materiali quando gli investimenti (spese in conto capitale) sono trattati come un'aggiunta a immobili, impianti e macchinari nello stato patrimoniale e l'ammortamento è incluso come una spesa nel conto economico. L'analista ritiene che nel calcolo dell'utile dovremmo includere solo la parte della spesa relativa all'esercizio in corso, ovvero l'ammortamento. Per l'azienda considerata questi adeguamenti hanno portato a una visione della performance radicalmente diversa: si scopre che non si tratta affatto di un business marginale, ma di un business altamente redditizio.

La sfida fondamentale per gli investitori è la scarsa disclosure. Le spese di vendita, generali e amministrative (SG&A) sono spesso indicate come un unico numero nei rendiconti finanziari. Ciò era accettabile in passato, quando le spese generali, amministrative e di vendita erano una parte relativamente piccola del totale dei costi complessivi ed erano per lo più fisse. Tuttavia, per le aziende ad alta intensità di beni immateriali, le SG&A rappresentano spesso la parte più consistente della base dei costi e includono molte spese orientate al futuro relative a beni immateriali, come spese pubblicitarie e promozionali, costi di formazione e tecnologia dell'informazione. Una migliore disaggregazione delle spese, idealmente una matrice per funzione (come R&S) e per natura (come l'ammortamento), aiuterebbe gli investitori a identificare questi investimenti immateriali. Al fine di aiutare gli investitori a prevedere, sarebbe utile per le aziende rivelare l'intervallo di tempo medio tra un esborso di costi e il beneficio di una spesa orientata al futuro. Quanti anni impiegano, in media, l'attività di ricerca e sviluppo per un'azienda farmaceutica per generare ricavi da nuovi farmaci? Ciò consentirebbe agli utenti di stimare la

“R&S in progress” (denaro speso per prodotti non ancora venduti), che sarebbe analogo alle “costruzioni in corso” per gli investimenti tangibili.

Sarebbe anche utile per le aziende analizzare la vita economica utile per questi beni immateriali. Questa è spesso meno certa che per i beni materiali, ma è possibile fornire un commento utile. Ad esempio, la vita economica utile del marchio di un prodotto è probabilmente allineata alla vita del prodotto e la vita economica utile di un farmaco è probabilmente allineata alla durata del brevetto.

In conclusione, gli investitori hanno bisogno di migliori informazioni quantitative e qualitative per valutare le aziende con modelli di business sempre più orientati all'intangibilità. Una migliore informativa ESG aiuterebbe gli investitori a riflettere sui beni immateriali e una migliore disaggregazione delle spese aiuterebbe gli investitori a modellare i beni immateriali tangibili.

Gli standard setters, come lo IASB (International Accounting Standards Board) e l'ISSB (International Sustainability Standards Board), dovrebbero imporre requisiti minimi di informativa e le società dovrebbero essere incoraggiate a fornire volontariamente informazioni migliori per aiutare gli investitori a valutare appieno il loro valore immateriale e immateriale tangibile.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/the-importance-of-and-challenges-with-valuing-intangibles/>*

\* \* \*

### *Intervista con Christine Sawchuk, Presidente e CEO del CBV (Chartered Business Valuation) Institute*

L'intervista viene rivolta al Presidente del CBV Institute, sponsor di lunga data di IVSC che rappresenta i *Chartered Business Valuators* in diversi paesi nel mondo. L'intervistata sottolinea anzitutto che la domanda del mercato di professionisti accreditati nella valutazione d'impresa è attualmente ai massimi storici. Sebbene questa sia un'ottima notizia per la crescita nella professione di valutazione, in particolare tra i giovani professionisti, essa potrebbe rappresentare al contempo una sfida continua per i valutatori e altri VPO per continuare a rafforzare sul mercato l'idea che l'educazione e l'accreditamento formale alla valutazione sono un imperativo professionale, nell'interesse pubblico. Grazie alla costante interazione con il CBV l'intervistata ha avuto l'opportunità di essere aggiornata sulla vasta gamma di opzioni di carriera per professionisti della valutazione aziendale, sia in Canada che altrove. Questi includono il supporto al contenzioso privato come nel diritto di famiglia, al contenzioso aziendale e all'espropriazione; adempimenti e pianificazione delle imposte sul reddito; la valutazione di strumenti finanziari; la consulenza in finanza aziendale, e la consulenza aziendale etc.

Inoltre, durante la sua prima esperienza con l'Institute la Presidente ha avuto il privilegio di vedere in prima persona la passione e la professionalità che i soci di CBV dimostrano nel loro lavoro e negli impegni pubblici (“è straordinario vedere il comune senso di orgoglio dei nostri membri di essere un CBV e di far parte della professione di valutazione aziendale”). L'intervistata esprime poi una valutazione su come la professione si stia evolvendo sottolineando come il lavoro che viene svolto per le imprese — considerati gli interessi economici, gli asset coinvolti e i contesti di riferimento — sia sempre più complesso. Per soddisfare la richiesta di professionisti altamente qualificati viene sottolineato come lo sviluppo professionale continuo (CPD) sia indispensabile per mantenere le capacità e le conoscenze di valutazione. Sul tema il CBV Institute ha di recente pubblicato una serie in tre parti di video interviste sulla valutazione delle attività immateriali.

Nell'intervista inoltre viene chiesto un commento in merito al ruolo del governo e dell'autorità di regolamentazione finanziaria ovvero se e quanto effettivamente comprendano la professione valutativa. La Presidente sottolinea che per i paesi con professioni e organizzazioni di valutazione aziendale consolidate (l'Istituto CBV ha appena celebrato il suo 50° anniversario l'anno scorso), si rileva una comprensione fondamentale di ciò che viene svolto e delle principali motivazioni. Sarebbe necessario impegnarsi maggiormente per dimostrare la natura multidisciplinare della professione e il valore aggiunto che i professionisti della valutazione aziendale accreditati e qualificati apportano. È anche importante che le autorità di regolamentazione e i governi di tutto il mondo sappiano che i CVB operano con lo stesso obiettivo generale, per quanto riguarda la protezione dell'interesse pubblico.

L'intervistata informa inoltre sul ruolo del CBV *Institute* nell'ambito di IVSC dove è coinvolto in differenti board e gruppi di lavoro, quali il *Board of Trustees*, il *Business Valuation Board*, il *Financial Instruments Board*, l'*Advisory Working Group*, e il *Membership and Standards Recognition Board*. Il CBV *Institute* inoltre collabora regolarmente in differenti iniziative di IVSC, quali la revisione dell'*International Valuation Glossary – Business Valuation*, avvenuta lo scorso anno. Dopo aver sottolineato l'importanza di uno standard setter a livello globale per la professione valutativa la Presidente evidenzia i fenomeni che stanno più influenzando l'attività del CBV considerato che il sistema economico è sempre più *knowledge-based*, *technology-intensive*, and *skills-intensive*. I CBV dovranno essere in grado di applicare le loro conoscenze e competenze di valutazione fondamentali per adattarsi a contesti di valutazione emergenti e più complessi. Il giudizio professionale informato diventerà sempre più importante man mano che i metodi tradizionali di valutazione diventeranno gradualmente obsoleti per l'espansione delle esigenze aziendali. Sarà necessario integrare i principi di valutazione fondamentali con metriche di valutazione più nuove e aggiornate. Queste esigenze vengono avvertite sempre di più in differenti luoghi di lavoro quali le *boutique firm*, aziende multinazionali, fondi pensione. Un'altra tendenza significativa

è che gli utilizzatori della valutazione aziendale (dai clienti, ai datori di lavoro e alle autorità di regolamentazione) esprimono il desiderio di maggiore trasparenza e divulgazione.

Una delle principali sfide evidenziate è rappresentata dall'afflusso di modelli di valutazione automatizzati. Il rapido accesso a queste tecnologie sta portando a un aumento delle persone che offrono servizi di valutazione al pubblico, alcune delle quali probabilmente mancheranno di istruzione e formazione in materia di valutazione e di un'esperienza adeguata. Sebbene tali tecnologie possano essere utilizzate come strumenti per supportare il processo decisionale e la comunicazione, non possono sostituire il pensiero critico e l'analisi professionale per ottenere la visione più informata per il processo decisionale aziendale. L'intervistata infine esprime un commento sulla professione valutativa in ambito di CBV Institute e nel suo paese di riferimento, evidenziando che il riconoscimento della professione di valutazione aziendale è notevolmente aumentato negli ultimi anni. Con molta probabilità un fattore trainante di ciò potrebbe essere che le imprese e il mercato stanno assumendo una visione sempre più lungimirante, stimolando un maggiore interesse per i driver di valore e la creazione di valore. Ciò ha reso maggiormente rilevanti le questioni in cui i professionisti della valutazione aziendale sono intimamente coinvolti, come la valutazione delle attività immateriali. Per le CBV in particolare, l'ampiezza del lavoro che stanno svolgendo a livello globale: supporto per contenziosi, conformità e pianificazione dell'imposta sul reddito; rapporto finanziario; private equity, finanza aziendale e consulenza sulle transazioni; e consulenza aziendale — ha elevato il livello di consapevolezza del CBV sia nel paese dell'intervistata che all'estero. Si avverte l'esigenza di ottenere un CBV in modo che questo consenta di soddisfare gli standard professionali che il mercato si aspetta. I CBV sono indiscutibilmente rispettati da individui, organizzazioni, governi, autorità di regolamentazione e altre parti che hanno avuto l'opportunità di lavorare con loro. Tale considerazione è valida comunque in generale per le certificazioni di valutazione in tutto il mondo una volta che sono state stabilite con un periodo di successo nel mercato, in particolare quelle con rigorosi programmi di formazione e accreditamento e requisiti CPD continui come il CBV.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/professional-insights-christine-sawchuck-cbv-institute-chief-executive/>*

\* \* \*

### *IVSC AGM Fort Lauderdale 13-15 Settembre 2022*

L'IVSC annuncia ufficialmente che dopo due anni di incontri virtuali, l'AGM 2022 si svolgerà a Fort Lauderdale, in Florida, dal 13 al 15 settembre. L'AGM seguirà subito dopo la Conferenza internazionale dell'American So-

ciety of Appraisers, che si terrà sempre a Fort Lauderdale dall'11 al 13 settembre. La AGM riunisce rappresentanti dei comitati di standard tecnici, consiglio di amministrazione, forum consultivo e organizzazioni di membri e sponsor in tre giorni di riunioni, tavole rotonde ed eventi di networking.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://mail.google.com/mail/u/0/#search/IVSC+enews/WhctKKXPhlSljSxKjVjTBqgVkrxwkmzWQtXGkXCwbwtDrNPhHDrCLwvZHwzqvCQBZDQtBB>

\* \* \*

### *Lincoln's Valuations & opinions database*

Ogni trimestre, il Lincoln's Valuations & Opinions Group valuta tra le 1.600 e 1.800 società private di proprietà di gruppi di *private equity*. Alla fine di ogni trimestre Lincoln rende anonime e aggrega un'ampia gamma di informazioni finanziarie a livello aziendale e crea due misure della performance finanziaria attuale per le società del mercato medio statunitense, il *Lincoln Private Market Index* e il *Lincoln Valuations & Opinions Group Database*.

A partire dal 2011, Lincoln ha misurato la variazione trimestrale delle entrate e degli utili, in aggregato e per settore, nonché le tendenze di redditività, compreso l'impatto sugli utili delle rettifiche dell'EBITDA, della leva finanziaria e del prezzo del debito senior e subordinato. Queste informazioni sono presentate nel database del Lincoln's Valuations & Opinions Group. Pur fornendo diverse informazioni sul fair value, su base combinata, questo database e il Lincoln PMI consentono agli investitori e agli analisti di comprendere meglio e confrontare le prestazioni in due classi di attività opache — debito privato e *private equity* — rispetto ai suoi *peers* e ai mercati. Sul sito di IVSC è possibile richiedere una copia del *Lincoln's Valuation Database*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.lincolnternational.com/publications/research-indices/valuations-database-request-form/?utm\\_medium=email&\\_hsmi=2&\\_hsenc=p2ANqtz\\_ADEM5hsXygHBDec0BjnKY6gzMG\\_KjRnJd1xbCEoOlWww7qQj7BUCIBOdCvRG6S\\_YSLcbNH\\_HfS8khh9rF-FWdEMi4z-KqTrxXFHAdbG7LoflU&utm\\_content=2&utm\\_source=hs\\_email](https://www.lincolnternational.com/publications/research-indices/valuations-database-request-form/?utm_medium=email&_hsmi=2&_hsenc=p2ANqtz_ADEM5hsXygHBDec0BjnKY6gzMG_KjRnJd1xbCEoOlWww7qQj7BUCIBOdCvRG6S_YSLcbNH_HfS8khh9rF-FWdEMi4z-KqTrxXFHAdbG7LoflU&utm_content=2&utm_source=hs_email)

\* \* \*

### *Global Outlook 2022 IVSC Webinar*

Considerato il successo dei seminari realizzati l'anno scorso, IVSC ospiterà nuovamente un programma di webinar per tutto il mese di giugno,

sponsorizzato da Kroll. Il programma di quest'anno includerà sessioni su "Valuation of Digital Assets", "Intangibles in the Boardroom", "Valuation, Inflation and Cost of Capital" e "ESG: a Paradigm Change for Valuation?" La sessione di Keynote di quest'anno esplorerà il contesto macroeconomico in cui viviamo e lavoriamo. IVSC dispone di un gruppo di esperti autentici leader a livello internazionale per approfondire i dati e le tendenze più recenti e chiedere "Quali sono le prospettive globali per il 2022 e oltre?". Il panel dei Keynote Speaker include: Megan Greene — editorialista del Financial Times, Senior Fellow presso il Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard Kennedy School e Kroll Global Chief Economist; Jesper Koll — uno dei consulenti economici più influenti del Giappone, ex amministratore delegato per la ricerca azionaria presso JP Morgan a Tokyo (2009-2015), capo economista per Merrill Lynch Japan (1999-2008) e amministratore delegato del Tiger Fund (1998-1999); Alistair Darling — Presidente IVSC ed ex UK Chancellor of the Exchequer; Ranjit Singh — Amministratore fiduciario dell'IVSC e vicedirettore presso il dipartimento dei mercati monetari e dei capitali presso l'FMI, ex vicepresidente della International Organization of Securities Commission (IOSCO) e presidente della Securities Commission Malaysia. Il webinar principale è disponibile sul sito web.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://us02web.zoom.us/j/81212345678>

\* \* \*

### *Review: Valuing A Business 6th Edition by Ray Moran*

Valuing a Business è uno dei primi libri di testo sulla valutazione aziendale che ha svolto un ruolo determinante nell'elevare la valutazione aziendale come professione. La prima edizione, *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, è stata scritta da Shannon P. Pratt nel 1981 ed è stata aggiornata nel corso degli anni per giungere all'attuale sesta edizione. Il libro è spesso citato in valutazioni, contenziosi e pubblicazioni in tutto il mondo ed è servito come riferimento fondamentale per la formazione sulla valutazione aziendale a livello globale. La sesta edizione discute l'evoluzione e lo stato della professione valutativa, gli standard di valutazione aziendale globali e locali in costante sviluppo e le organizzazioni e le risorse di formazione professionale. IVSC riporta l'interessante review del volume curata da Ray Moran che è Direttore dell'*International Institute Business Valuers* (iiBV) dove presiede il Marketing Committee promuovendo l'educazione in ambito di valutazione d'azienda a livello globale. Ray Moran ricorda che il volume è stato nella sua libreria dagli anni '80 e che ha posseduto diverse edizioni nel corso degli anni. Lo definisce come una risorsa fondamentale all'inizio della sua carriera negli Stati Uniti, per poi

diventare indispensabile quando si trasferì a Hong Kong nel 2001. All'epoca, non esisteva una guida specifica prontamente disponibile su molte questioni e argomenti di valutazione e il volume è stato spesso indicato quale esempio di come specifici problemi di valutazione sono stati affrontati in mercati più trasparenti e sono stati applicati come guida per le valutazioni, pur seguendo precedenti normative vigenti a livello locale. In sintesi il volume risponde a tre specifiche finalità: 1) un riferimento completo e aggiornato per gli esperti valutatori; 2) un testo introduttivo sulla valutazione aziendale sia per i corsi accademici che di accreditamento e per i professionisti tirocinanti; 3) un riferimento per i non valutatori che utilizzano e/o compiono valutazioni aziendali.

In quanto tale, è progettato per essere utile non solo ai valutatori aziendali, ma anche ad altri che si occupano di questioni di valutazione aziendale come avvocati, contabili, pianificatori finanziari, professionisti bancari, banchieri di investimento e dirigenti aziendali. Discute questioni ed esempi sia teorici che pratici, esprimendo il consenso su questioni condivise e offrendo prospettive su altri temi dove esistono opinioni divergenti e mancanza di consenso. La prefazione elenca trentotto parti chiave che sono stati aggiunti alla sesta edizione, alcune di interesse per la consultazione globale potrebbero includere: 1) capitolo aggiornato sugli standard di valutazione aziendale; 2) check list aggiornata e ampliata per la revisione di un rapporto di valutazione aziendale; 3) standard di credenziali aggiornati di tutte le principali associazioni professionali, tra cui ASA, AICPA, CBV, NACVA e RICS; 4) capitolo ampliato sullo sviluppo dei tassi di sconto con esempi aggiunti; 5) nuovo capitolo sulla valutazione delle attività immateriali; 6) capitolo ampliato sulla revisione dei rapporti di valutazione aziendale, compresi i requisiti minimi di prestazione per i rapporti finanziari; 9) capitolo ampliato sul valore equo per l'informativa finanziaria; 10) Glossario della valutazione internazionale aggiornato: valutazione aziendale; 11) nuova appendice online con materiali aggiuntivi per i capitoli; 12) centinaia di fonti di dati aggiornate e riferimenti bibliografici nella nuova appendice di schema; 13) indice notevolmente ampliato.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/revue-valuing-a-business-6th-edition-by-raymond-moran/>*

\* \* \*

### *Intervista con Linda de Beer, IVSC Trustee and PIOB Chair*

IVSC nell'ambito della serie *Professional Insights* intervista Linda de Beer, IVSC Trustee e Chair del *Public Interest Oversight Board* (PIOB), condividendo alcune considerazioni in merito alla necessità di trasparenza e fiducia nelle valutazioni pubbliche. Linda de Beer riveste il ruolo di Ammi-

nistratore indipendente non-esecutivo all'interno di diverse società quotate, è Presidente del PIOB dal 2020 in Spagna ed è membro dell'IVSC *Board of Trustee*. L'intervistata delinea il suo profilo professionale quale dottore commercialista in Sud Africa in seguito a un inizio molto "tecnico" della carriera, dopo aver lasciato KPMG, dove ha svolto la sua formazione. Linda de Beer ha tenuto conferenze sugli IFRS per studenti post-laurea, è stata direttore tecnico presso il *South African Institute of Chartered Accountants* (SAICA) ed è stata coinvolta in molti processi di definizione di standard e legislazione/regolamentazione internazionali e locali. Nel 2007 ha lasciato SAICA e ha iniziato a concentrarsi maggiormente sulle realtà aziendali, in qualità di amministratore o consulente, per migliorare la loro corporate governance, rendicontazione e processi correlati. Dal 2010 ha fatto parte di organi di società quotate, imparando molto "nelle trincee" del business, quanto sia difficile a volte far allineare la teoria e il mondo reale e l'importanza concreta della governance per supportare le aziende nell'esecuzione della loro strategia. Tutto ciò è stato utile per capire sia il lato accademico che pratico delle regole, della governance e degli affari. L'IVSC è il connubio perfetto di queste due facce della stessa medaglia. I principali obiettivi della sua carriera professionale sono incentrati sulla governance e sul reporting aziendale. Una buona governance aiuta la realizzazione delle strategie aziendali. Un chiaro, onesto e affidabile reporting accresce la fiducia nelle aziende che rappresentano un importante veicolo della creazione di valore sostenibile per tutti gli stakeholders. La presentazione trasparente dei valori delle attività e delle passività è al centro di una rendicontazione affidabile. Ogni singolo fallimento e frode aziendale si ricollega a informazioni finanziarie disoneste o errate. In merito alla definizione di standard e alla supervisione dell'interesse pubblico, gli standard internazionali forniscono un "linguaggio" che tutti possono capire e rivestono un'importanza fondamentale nella professione valutativa. In assenza di applicazione dello stesso set di standard, secondo l'intervistata, diventa molto difficile per le aziende comunicare in modo chiaro, comprensibile e coerente. Ciò è di particolare importanza per le economie in via di sviluppo, che devono attrarre investimenti esteri diretti sulla base della qualità e dell'integrità della loro rendicontazione.

Viene poi chiesto a Linda de Beer quali sono le sfide più grandi che ha incontrato quando si tratta di stabilire standard comuni e in quale modo possano essere superate queste sfide. L'intervistata risponde menzionando la capacità (in termini di abilità e risorse finanziarie): questa dipende fortemente da coloro che offrono le competenze tecniche appropriate. Si tratta di persone che sono già impegnate in altre attività, che quindi aggiungono un carico di lavoro, per lo più non pagato. Inoltre, i *regulator* di standard faticano ad ottenere finanziamenti: tutti vogliono che vengano stabiliti standard di alta qualità in una "lingua" che tutti possiamo parlare e capire, ma pochi sono disposti a contribuire al relativo costo. Il PIOB è focalizzato su due aspetti che rappresentano le caratteristiche più importanti al fine di definire autorevoli

standard e che sono: 1) *public interest responsiveness*: standard che affrontino i problemi reali e in modo coraggioso. Ciò significa che i problemi devono essere compresi, attraverso la consultazione di tutte le parti interessate, di grandi e piccole dimensioni; 2) *due process* — in altre parole discussioni, dibattiti, lettere di commento, consultazioni e decisioni devono essere chiare, trasparenti e aperte all'accesso di tutti. Il PIOB in merito all'interesse pubblico deve sempre tener presente che gli obiettivi e i risultati richiesti (questioni da affrontare) sono molto diversi e specifici per ogni progetto, ma in definitiva se gli standard rispondono alle esigenze degli stakeholder, sono chiari, comprensibili e scalabili per diversi tipi e dimensioni di entità, l'interesse pubblico è tutelato.

L'intervistata poi sottolinea che il PIOB non è un setter standard, ma rappresenta una funzione di supervisione, che lavora a stretto contatto con i due standard setter sui quali svolge attività di supervisione, ovvero lo IESBA e IAASB. Tuttavia, parliamo anche con importanti stakeholders, tra cui i regolatori nazionali di standard e le autorità di regolamentazione, alcuni dei quali sono membri degli organismi membri del *Monitoring Group*. In merito alle tendenze emergenti che possono esercitare il maggiore impatto sulla professione contabile e sul PIOB nel prossimo decennio, l'intervistata introduce gli ESG come tema collettivo per la rendicontazione, che include il cambiamento climatico e tutti gli aspetti correlati. L'integrità di questi rapporti è molto importante e sia l'IESBA che l'IAASB hanno ruoli importanti da svolgere. Inoltre, il progetto sul ruolo del revisore in relazione al tema del *Fraud and Going Concern* e gli obblighi etici della professione contabile in merito alla pianificazione fiscale e ai servizi fiscali sono alcuni dei progetti prioritari all'ordine del giorno dei due comitati di definizione degli standard.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/professional-insights-linda-de-beer/>*

\* \* \*

### *Standard di valutazione e regolamentazione in Spagna*

L'*Asociación Española de Análisis de Valor* (AEV) è l'associazione professionale che rappresenta le società di valutazione spagnole che effettuano circa l'85% delle valutazioni a fini regolamentati in Spagna. L'AEV ha recentemente condotto un'analisi in collaborazione con IVSC sull'allineamento tra gli *International Valuation Standards* ("IVS") e le normative nazionali spagnole contenute nell'ECO Order 805/2003 ("ECO Order"). L'ECO Order 805/2003 è lo standard di valutazione obbligatorio in Spagna per le valutazioni effettuate per 4 scopi regolamentati specifici: valutazione di garanzie di mutui ipotecari; valutazione a fini contabili dei patrimoni delle compagnie di assicurazione; valutazione di beni di istituzioni di investimento

immobiliare collettivo; e valutazione del patrimonio dei fondi pensione. Pertanto, la sua rilevanza e rappresentatività all'interno della professione di perito in Spagna è considerevole, ed era desiderio dell'AEV valutare in che misura questo standard nazionale è o non è allineato con l'IVS, al fine di intraprendere le azioni necessarie per garantire, nelle future revisioni dell'Ordine ECO, una maggiore identificazione con l'IVS. Considerando che l'Ordine ECO è stato istituito nel 2003, IVS ha subito diverse revisioni sostanziali da questa data, in particolare con l'attuale edizione di IVS pubblicata di recente che è entrata in vigore il 31 gennaio 2022. Inoltre, la professione di esperto valutatore ha subito molti sviluppi dal 2003 e, pertanto, l'AEV e l'IVSC hanno predisposto un'analisi al fine di evidenziare eventuali differenze tra gli standard e per incoraggiare un'ulteriore armonizzazione con l'IVS.

In particolare, sono stati evidenziati i seguenti temi in base ai quali esistono ad oggi alcune differenze tra i due standard: 1) Principi fondamentali di valutazione; 2) Impostazione e valutazione degli standard; 3) Definizioni; 4) Assunzioni e Assunzioni Speciali; 5) Uso più prescrittivo degli approcci e delle metodologie di valutazione; 6) Concetti, definizioni e obblighi mancanti. Considerando queste differenze, e tenendo conto che l'Ordine ECO è uno standard obbligatorio per le valutazioni eseguite in Spagna ai fini specifici di cui sopra, affinché queste valutazioni siano conformi a entrambi gli standard devono essere seguiti gli IVS per qualsiasi aspetto o questione non espressamente specificato, definito o interpretato nell'Ordine ECO.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/supporting-ivs-compliance-in-spain/>*



# CORPORATE GOVERNANCE

## TASSONOMIA DELLA FINANZA SOSTENIBILE: UN'OPPORTUNITÀ PER IMPRESE E PROFESSIONISTI

di TOMMASO FORNASARI

### 1. Introduzione.

I cambiamenti climatici in atto e le previsioni a tinte fosche per il futuro del pianeta hanno risvegliato la sensibilità dei responsabili politici europei, stimolando la transizione verso un approccio più sostenibile delle attività economiche (Trippel 2020).

Con l'adozione del regolamento per gli investimenti sostenibili, l'Unione Europea introduce una tassonomia per l'identificazione delle attività economiche che possono essere definite sostenibili dal punto di vista ambientale e climatico (Och 2020). Il regolamento contribuisce al cammino verso l'obiettivo della neutralità climatica, previsto dal *Green Deal* Europeo, che si basa sulla decarbonizzazione, attraverso la riduzione delle emissioni in tutti i settori, industria, servizi, trasporti, produzione di energia e agricoltura. All'interno di questo ambizioso progetto rientra il "Piano di azione Europeo per la Finanza Sostenibile" (Commissione Europea 2018): una serie di obiettivi climatici ed energetici, da perseguire entro il 2030, finalizzati a orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili, assicurando la trasparenza del mercato.

La transizione verso un modello di produzione e sviluppo sostenibile è incentrata su un percorso di costante miglioramento (Pairotti, Vesce & Beltramo 2013), che le imprese intraprendono in chiave di sostenibilità climatica e ambientale, ma anche sociale. L'avvicinamento delle attività economiche ai paradigmi di sostenibilità prevede il sostenimento di costi rilevanti; pertanto, è necessario indirizzare gli investitori verso prodotti e imprese responsabili al fine di fornire i capitali necessari (Del Giudice 2019). Gli stimoli europei consentiranno di rendere più attrattivi gli investimenti sostenibili, consentendo alle imprese di raccogliere le risorse necessarie per compiere questa transizione (Dallochio, Tzivelis & Vinzia 2011).

L'OCSE (OECD 2020) inquadra le tassonomie per la finanza sostenibile tra i sistemi di classificazione completi, mentre ritiene le definizioni di finanza

sostenibile meno ambiziose in termini di portata. Il G20 (Ehlers 2021) le definisce una serie di criteri che possono costituire la base per una valutazione se e in quale misura un bene finanziario può sostenere determinati obiettivi di sostenibilità.

Le tassonomie sono in fase di sviluppo in risposta al bisogno di maggiore certezza sulla sostenibilità di diversi tipi di investimenti nelle attività economiche. Tuttavia, sono solo una parte della gamma di politiche necessarie per mobilitare gli investimenti. Un quadro di sostegno più ampio dovrebbe includere politiche fiscali (come un sistema di incentivi e disincentivi), investimenti pubblici e regolamentazione finanziaria specifica (ad esempio in funzione dell'impatto sul clima) (Sundqvist 2022).

Lo scopo di una tassonomia per la finanza sostenibile è quello di orientare gli investitori e gli altri *stakeholder* e aiutare il loro processo decisionale, identificando i benefici di sostenibilità non finanziaria di un investimento (Lucarelli, Mazzoli, Rancan & Severini 2020). Sistemi di classificazione per determinare la sostenibilità degli investimenti sono diffusi da anni; inizialmente si trattava di approcci "bottom-up" del settore privato sviluppati da società di consulenza e fondi di investimento. In seguito, anche il settore pubblico ha sviluppato degli standard, seguendo una logica "top-down", per definire le attività sostenibili. Proprio la diffusione disordinata, che ha portato alla creazione di numerosi standard di difficile comparazione, aumentando il rischio di *greenwashing*, ha stimolato l'Unione Europea a adottare il regolamento 2020/852, relativo all'istituzione di una tassonomia che favorisce gli investimenti sostenibili.

Il regolamento definisce il quadro globale della tassonomia dell'Unione Europea, creando la base giuridica per la classificazione delle attività economiche e dei prodotti finanziari ritenuti sostenibili. La norma in commento identifica le quattro condizioni fondamentali che un'attività deve soddisfare per essere allineata alla tassonomia, i sei obiettivi ambientali ai quali un'attività può contribuire in modo sostanziale, e i mezzi con cui un'attività può dare un contributo a ciascuno degli obiettivi ambientali.

La tassonomia è uno strumento che fornisce definizioni utili a discriminare i progetti e le attività economiche in base alle ricadute che gli stessi hanno sul clima e sull'ambiente. Si tratta di standard di trasparenza e misurazione, basati su risultanze scientifiche, indirizzati alle imprese, agli investitori e al mondo politico. La finalità dichiarata è quella di garantire un'adeguata sicurezza per gli investitori, proteggere i risparmiatori aumentando la fiducia nei confronti delle imprese che perseguono obiettivi ambientali e contrastare le pratiche finalizzate all'ottenimento di un vantaggio competitivo in modo sleale (Beerbaum & Puauschunder 2018). La Commissione specifica anche cosa non sia la tassonomia, ovvero un elenco per i risparmiatori delle attività economiche in cui investire, una lista di requisiti per gli investimenti pubblici o in materia di performance ambientali per aziende o prodotti finanziari.

Il regolamento definisce il quadro e gli obiettivi ambientali per la tassonomia, nonché i nuovi obblighi giuridici per gli operatori dei mercati finanziari, le grandi imprese, l'Unione e gli Stati membri (Howard 2022).

Le norme tecniche e le previsioni contenute nel regolamento si applicano agli Stati membri e all'Unione Europea stessa, quando si definiscono misure pubbliche, standard ed etichette per i prodotti finanziari verdi o per i *green bond*. Sono obbligatorie anche per gli operatori dei mercati finanziari, quando vendono un prodotto di investimento sostenibile. In caso di mancata applicazione della tassonomia nelle scelte d'investimento del prodotto offerto, l'attore del mercato finanziario deve fare una apposita dichiarazione in merito, all'interno dell'informativa precontrattuale e delle relazioni periodiche relative al prodotto stesso. Il regolamento si applica alle aziende soggette all'obbligo di pubblicare la dichiarazione di carattere non finanziario, ai sensi della Direttiva 2014/95. Si tratta delle aziende di interesse pubblico, cioè società quotate, banche e assicurazioni quotate o meno, con più di 500 lavoratori dipendenti (Frigessi & Fornasari 2018). La normativa prevede obblighi d'informativa differenti per le diverse tipologie di imprese (finanziarie e non finanziarie) che siano in grado di far comprendere agli stakeholder la "misura" della sostenibilità dell'azienda, nel miglior modo possibile.

Le imprese che non rientrano nell'obbligo di applicazione del regolamento sulla tassonomia possono comunque decidere di uniformarsi, su base volontaria. Diversi sono, infatti, i benefici conseguenti all'attività di divulgazione dei report non finanziari (Fornasari 2018):

- miglioramento del dialogo con i propri stakeholder;
- consapevolezza e valutazione delle conseguenze della propria attività sull'ambiente e sul pianeta;
- aggiunta di qualità alla comunicazione interna ed esterna con conseguente acquisizione di consenso;
- supporto alle scelte del vertice aziendale, grazie a un approfondito livello di indagine e di conoscenza, conseguente all'approccio integrato economico, sociale e ambientale;
- valorizzazione strategica a supporto della gestione e riduzione dei costi operativi;
- migliore conoscenza dei rischi interni ed esterni e il relativo contenimento.

Gli obblighi informativi previsti dal regolamento si applicano a partire da gennaio 2022 per gli obiettivi legati alla mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici, e da gennaio 2023 per gli altri quattro obiettivi, per i quali però la Commissione Europea non ha ancora pubblicato i relativi atti delegati tecnici.

Un'altra delle finalità del regolamento è la rimozione di barriere transfrontaliere agli investimenti, infatti, una tassonomia condivisa in tutto il territorio dell'Unione Europea consentirà di uniformare i sistemi di certifica-

zione della sostenibilità tra i diversi paesi, riducendo i costi legati all’informativa non finanziaria (Dobrąnszky-Bartus & Krenchel 2020).

Ci si attende che la tassonomia divenga un riferimento per diversi soggetti (Commissione Europea 2021):

- per le imprese, al fine di migliorare l’impatto delle proprie attività sull’ambiente;
- per i professionisti, in relazione a nuove aree di consulenza e assistenza ai propri clienti;
- per gli intermediari finanziari, in quanto dovranno fornire informazioni in merito all’aderenza alla tassonomia dei prodotti offerti;
- per gli istituti finanziari, chiamati a coadiuvare a integrare gli incentivi pubblici per la conversione delle attività non sostenibili;
- per le istituzioni, allo scopo di determinare i criteri per l’accesso agli incentivi, anche di provenienza europea, da destinare alle imprese.

Per esplicita previsione contenuta nell’articolo 23, il regolamento è uno strumento dinamico e in evoluzione, infatti, ogni tre anni, la Commissione pubblicherà una relazione destinata a valutare i progressi compiuti nell’attuazione del regolamento e l’aggiornamento dei criteri tecnici.

## **2. Il Regolamento 2020/852/UE relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili.**

La tassonomia è stata adottata dall’Unione Europea con il Regolamento 2020/852, del 18 giugno 2020, relativo “all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento 2019/2088”, pubblicato nella Gazzetta ufficiale dell’Unione europea il 22 giugno 2020 ed è entrato in vigore il 12 luglio 2020.

L’obiettivo dell’adozione di una tassonomia europea è quello di creare una definizione di sostenibilità che vada oltre gli obiettivi climatici e includa anche aspetti sociali e di governance.

L’articolo 9 del regolamento fissa i sei obiettivi a carattere ambientale, che rappresentano il cuore del regolamento stesso:

1. mitigazione dei cambiamenti climatici;
2. adattamento ai cambiamenti climatici;
3. uso sostenibile e la protezione delle risorse idriche e marine;
4. transizione verso un’economia circolare;
5. prevenzione e controllo dell’inquinamento;
6. protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi.

All’articolo 3, il regolamento individua le condizioni generali che un’attività deve soddisfare affinché la stessa possa definirsi sostenibile dal punto di vista ambientale:

1. contribuire in modo sostanziale al raggiungimento di almeno uno dei sei obiettivi ambientali;

2. non arrecare un danno significativo a nessun altro degli obiettivi;
3. essere coerente con standard sociali minimi;
4. rispettare i criteri tecnici, qualitativi o quantitativi, identificati da atti delegati adottati dalla stessa Commissione Europea.

La definizione di *contribuire in modo sostanziale* dipende da ciascun obiettivo ambientale e dai requisiti tecnici; tuttavia, possono essere determinati tre modi principali in cui un'attività può dare un contributo sostanziale a un obiettivo ambientale. Un'attività può contribuire migliorando lo stato dell'ambiente, riducendo la pressione sull'ambiente o consentendo uno dei due tipi precedenti (Canfora, Dri, Polidori, Solzbacher & Arranz Padilla 2021). *Non arrecare un danno significativo* significa che un contributo sostanziale a un obiettivo ambientale non deve determinare un impatto negativo significativo su un altro. Ciò significa che le attività economiche, anche quando forniscono un contributo sostanziale alla mitigazione e/o all'adattamento ai cambiamenti climatici, non saranno allineate alla Tassonomia se non possono essere realizzate in modo da evitare danni significativi ad altri obiettivi ambientali. *Essere coerente con standard sociali minimi* significa rispettare l'allineamento alle linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali (OCSE 2013) e ai principi guida delle Nazioni Unite sulle imprese e i diritti umani (ONU 2011), compresa la dichiarazione dell'ILO sui diritti fondamentali e i principi sul lavoro, le otto convenzioni fondamentali dell'ILO (ILO 1998) e la Dichiarazione universale dei diritti dell'uomo (ONU 1948). I *criteri tecnici* si riferiscono alla parte operativa e di implementazione della tassonomia e sono istituiti mediante una serie di atti delegati.

L'articolo 8 del regolamento contiene le informazioni relative alla trasparenza delle imprese nelle dichiarazioni di carattere non finanziario; queste previsioni integrano quanto già stabilito dalla direttiva 2014/95, prevedendo un obbligo informativo su come e in che misura le attività delle imprese siano associate ad attività economiche considerate ecosostenibili. Specificamente le imprese non appartenenti al settore finanziario dovranno rendicontare le informazioni relative alla quota di fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività ecosostenibili e alla quota delle spese operative e degli investimenti relativi ad attività o processi associati ad attività ecosostenibili. Anche gli istituti finanziari dovranno adeguare la propria rendicontazione ESG, adeguandosi a quanto previsto dal regolamento, al fine di comunicare la propria esposizione verso aziende non sostenibili.

La tassonomia dovrebbe aiutare gli investitori attraverso dati chiari sui benefici non finanziari di un'attività o sulla eventuale mancanza di sostenibilità del prodotto.

Per la mitigazione del cambiamento climatico, la Commissione Europea ha incluso negli atti delegati al regolamento sulla tassonomia i seguenti settori prioritari, in base al loro significativo contributo alle emissioni di gas serra: silvicoltura; attività di protezione e ripristino ambientale; manifatturiero; energia; acqua, fognature, rifiuti e bonifica; trasporti; tecnologie dell'in-

formazione e della comunicazione; costruzioni; attività professionali, scientifiche e tecniche a supporto delle attività di riduzione delle emissioni di gas serra.

Per l'adattamento ai cambiamenti climatici, la Commissione Europea ha incluso negli atti delegati al regolamento sulla tassonomia i seguenti settori prioritari particolarmente vulnerabili ai cambiamenti climatici: silvicoltura; attività di protezione e ripristino ambientale; manifatturiero; energia; trasporti; costruzioni; tecnologie dell'informazione e della comunicazione; servizi finanziari e assicurazioni; attività professionali, scientifiche e tecniche; acqua, fognature, rifiuti e bonifiche; istruzione; sanità e assistenza sociale; attività artistiche e di intrattenimento.

Ci si attende che ulteriori settori e attività economiche verranno aggiunti mediante la pubblicazione degli atti delegati riferiti ai restanti quattro obiettivi ambientali previsti dal regolamento.

### **3. Il lavoro della Commissione e gli atti delegati.**

Dal momento che il regolamento introduce una serie di aspetti tecnici per la valutazione dell'impatto delle attività economiche sul pianeta, è stato previsto che la Commissione possa adottare gli atti delegati necessari alla completa attuazione del regolamento e al suo costante aggiornamento. È stato individuato un gruppo di esperti (*Technical Expert Group on Sustainable Finance - TEG*), incaricato di fornire le proprie raccomandazioni, riguardo alle nuove normative per una finanza sostenibile, che ha prodotto un documento, intitolato "*Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*". Questo documento classifica i principali settori economici in base alla loro capacità di mitigare o di adattarsi ai cambiamenti climatici, secondo le tre seguenti categorie:

- a. attività già sostenibili (*low carbon*);
- b. attività inquinanti, ma di cui non si può fare a meno, a cui si chiede uno sforzo di miglioramento (*transition* verso un'economia ad emissioni zero ma che ancora non si possono definire zero carbon);
- c. attività che sono utili alle precedenti (*enabling*), che consentono, quindi, ad altre di avere performance *low carbon* o una significativa riduzione delle emissioni.

Il documento prodotto dal TEG contiene, inoltre, l'individuazione dei settori che producono la maggior parte delle emissioni di CO<sub>2</sub> sul territorio europeo; l'indicazione delle attività che possono contribuire in maniera sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici, riducendo le emissioni di CO<sub>2</sub>; i criteri tecnici di selezione, basati su principi (perché un'attività contribuisce alla mitigazione dei cambiamenti climatici), metriche (come misurare il miglioramento della performance) e soglie, per cui le attività economiche possono essere considerate sostenibili.

L'articolo 20 del regolamento sulla tassonomia prevede l'istituzione della piattaforma UE sulla finanza sostenibile, un organo consultivo che assisterà la Commissione nello sviluppo delle sue politiche finanziarie sostenibili, in relazione a quattro compiti principali. Il primo riguarda i criteri tecnici di screening per la tassonomia; il secondo consiste nell'indicare le proposte di revisione del regolamento e la copertura di altri obiettivi di sostenibilità; il terzo compito concerne il monitoraggio dei flussi di capitale verso investimenti sostenibili; il quarto prevede una consulenza ampia sulla politica finanziaria sostenibile (Schütze, Stede, Blauert & Erdmann 2020).

Al fine di facilitare l'utente a districarsi tra le varie voci della tassonomia, la Commissione ha creato uno strumento informatico denominato bussola della tassonomia. Lo strumento consente agli utenti di verificare quali attività siano incluse nella tassonomia dell'UE, a quali obiettivi contribuiscono e quali siano i criteri che devono soddisfare. La bussola della tassonomia mira, inoltre, a semplificare l'integrazione dei criteri citati con i database aziendali ed altri sistemi IT.

#### **4. Limiti e critiche al regolamento sulla tassonomia.**

Esistono diversi limiti al regolamento sulla tassonomia (Och 2020), il più significativo riguarda la mancanza di criteri per individuare le attività cosiddette "marroni", ovvero quelle altamente inquinanti e prive di criteri di tutela sociale. Un secondo limite riguarda il fatto che la Commissione ha ceduto alle pressioni di alcuni stati membri, inserendo attività come l'estrazione di gas e la produzione di energia da fonti nucleari, tra le attività ecocompatibili.

Tra le critiche, la più rilevante riguarda l'approccio paternalistico della tassonomia nei confronti del mercato, che limiterebbe l'innovazione negli investimenti sostenibili. I mercati, infatti, reagiscono più rapidamente ai cambiamenti tecnologici di quanto potrebbe mai fare la regolamentazione ufficiale, l'onere amministrativo aumenterebbe e le grandi aziende avrebbero un vantaggio nel lobbismo rispetto alle piccole aziende che non hanno le risorse necessarie (Schoenmaker 2018).

Altro aspetto critico riguarda la scarsa considerazione della dimensione sociale, in effetti, il regolamento la considera uno mero strumento, piuttosto che l'obiettivo principale.

Un'ulteriore critica riguarda la complessità del regolamento, infatti, gli operatori del settore finanziario hanno già fatto trasparire che, a causa della complessità tecnica e della mancanza di tutte le informazioni richieste, è altamente probabile che i gestori non saranno in grado di rispettare i requisiti previsti, nei termini indicati (Schütze & Stede 2020).

#### **5. Opportunità per le aziende e ruolo dei dottori commercialisti.**

Come già ampiamente illustrato, il regolamento sulla tassonomia rap-

presenta un pilastro di una più ampia strategia finalizzata alla transizione verso un'economia più sostenibile. Questa transizione coinvolge da un lato i governi nazionali e dall'altro le imprese, prevedendo un mix di investimenti pubblico privato che, secondo le stime, potrà arrivare a 180 miliardi annui. L'Italia evidenzia uno scarso valore aggiunto delle proprie aziende attive nei settori interessati dalla transizione (Cerved Know 2020), che, pertanto, dovranno essere interessate da una trasformazione radicale, che dovrà essere accompagnata ed assistita da chi da sempre assiste le imprese, ovvero i dottori commercialisti. Basti pensare che, solo nel settore energetico, sono circa duecentomila le società che dovranno aderire al processo di riqualificazione, finalizzato a produrre con modalità più sostenibili e rispettose per l'ambiente. Anche in settori tradizionali e a forte impatto ambientale il processo di ristrutturazione per essere conformi alle previsioni della tassonomia richiederà una revisione, in chiave sostenibile, delle tecniche produttive.

L'introduzione della tassonomia rappresenta una bussola per orientare gli stakeholder verso quelle attività che favoriscono la conservazione del pianeta e la mitigazione del cambiamento climatico. Allo stesso tempo, indirizza gli investimenti privati verso quelle imprese che saranno oggetto di incentivi, finalizzati a favorire la transizione ecologica.

I soggetti coinvolti direttamente dal regolamento sono le imprese e gli investitori, mentre quelli che ne beneficeranno indirettamente sono tutti gli stakeholder delle aziende stesse.

Nonostante i destinatari del regolamento siano le imprese di rilevanza pubblica, non si possono non considerare le possibili implicazioni per PMI, anche alla luce della loro rilevanza nel sistema economico e sociale italiano ed europeo. Inoltre, le PMI saranno inevitabilmente coinvolte nei processi di transizione ecologica delle imprese di maggiori dimensioni e, pertanto, saranno influenzate in modo significativo, anche se indiretto dall'applicazione della tassonomia alle grandi imprese e alle istituzioni finanziarie (Giacomelli 2022). Questo significa che le PMI dovranno comunque occuparsene e i loro consulenti dovranno essere preparati per accompagnarle in questo percorso. Le PMI fornitrici di grandi aziende saranno integrate nei processi di reportistica dei propri clienti, dovendosi adeguare ai nuovi standard, al fine di preservare le posizioni di mercato. In questo caso sarà fondamentale il supporto dei dottori commercialisti nel fornire l'assistenza necessaria per l'adeguamento agli standard di sostenibilità. Anche nelle attività di rendicontazione non finanziaria, i professionisti svolgono un ruolo fondamentale, soprattutto per le aziende di minori dimensioni, che non dispongono al proprio interno delle competenze necessarie.

Con l'introduzione della tassonomia, le imprese che pur non soggette al regolamento, si orienteranno sulla strada della sostenibilità, saranno in grado di attrarre risorse pubbliche e private destinate alla transizione ecologica. Per quelle che decideranno di non adeguarsi spontaneamente potrebbe sorgere il rischio di esclusione dal mercato, anche alla luce dei recenti interventi di

finanza pubblica, mirati a supportare solo le aziende più sostenibili (Birindelli, Palea, Trussoni & Verachi 2020).

Operativamente, il percorso di trasformazione in chiave sostenibile dei processi e dell'organizzazione aziendale, dovrà seguire un preciso schema, al fine di massimizzarne l'efficacia e i ritorni (Fornasari & Ianni 2022). Il punto di partenza coinvolge la strategia e il vertice aziendale, al fine di una effettiva attivazione di processi di miglioramento. Solo all'esito di questo percorso sarà possibile dedicarsi all'attività di rendicontazione.

Di seguito un elenco più dettagliato delle fasi operative, finalizzate alla realizzazione di un processo aziendale di miglioramento in chiave sostenibile:

1. Identificare il profilo dell'impresa al fine di avere a disposizione le informazioni più aggiornate;
2. Individuare le aree di rischio in ambito economico, sociale e ambientale;
3. Fissare degli obiettivi di lungo periodo per il contenimento del rischio;
4. Redigere una strategia di sostenibilità;
5. Svolgere tutte le attività formative necessarie per diffondere i principi di sostenibilità a tutti i livelli aziendali e per far conoscere il piano di sostenibilità aziendale;
6. Eseguire le azioni concrete previste dalla strategia di sostenibilità;
7. Rendicontare quanto fatto e quanto ancora da fare;
8. Valutare gli scostamenti rispetto agli obiettivi prefissati e gli eventuali correttivi da apportare.

Solo dopo aver completato la fase di autovalutazione in chiave sostenibile, sarà possibile procedere all'avvicinamento alla tassonomia, seguendo le fasi di seguito indicate:

1. Confrontare le attività aziendali con le attività riportate negli atti delegati al regolamento sulla tassonomia;
2. Individuare le direttive e le norme pertinenti per il proprio settore;
3. Stabilire un quadro per valutare le proprie attività in base ai criteri forniti dal regolamento;
4. Effettuare la valutazione delle attività aziendali;
5. Stilare un report di valutazione ed effettuare le rendicontazioni richieste dal regolamento.

Le fasi 1, 2 e 3 possono essere svolte solo occorrendo cambiamenti significativi a livello aziendale e/o a livello normativo, mentre le fasi 4 e 5, quelle di valutazione, richiedono una cadenza, almeno annuale.

Alla luce delle numerose novità introdotte dal regolamento, un numero sempre maggiore di aziende italiane si troveranno coinvolte in attività di valutazione e rendicontazione non finanziaria. Far fronte a questo nuovo adempimento, inevitabilmente, richiederà un'assistenza specifica da parte di consulenti qualificati, in grado di fornire risposte adeguate alle nuove sfide della transizione verso un sistema economico più sostenibile. Un'opportunità per imprese e commercialisti, in cui l'Unione Europea crede fermamente, ma

anche una scelta necessaria per preservare l'ambiente: dopotutto, non esiste un pianeta B.

## Bibliografia

- BEERBAUM D. & PUASCHUNDER J. M. (2018) *A behavioral economics approach to a sustainable finance architecture-development of a sustainability taxonomy for investor decision usefulness.*
- BIRINDELLI G., PALEA V., TRUSSONI L. & VERACHI F. (2020) *Climate change: EU taxonomy and forward-looking analysis in the context of emerging climate related and environmental risks.*
- CANFORA P., DRI M., POLIDORI O., SOLZBACHER C. & ARRANZ PADILLA M. (2021) *Substantial contribution to climate change mitigation—a framework to define technical screening criteria for the EU taxonomy.*
- CERVED KNOW (2020) *Impatti sull'economia reale della tassonomia.*
- COMMISSIONE EUROPEA (2018) *Finanziare la crescita sostenibile.* 8.3.2018 COM, 97
- COMMISSIONE EUROPEA (2021). *Tassonomia della finanza sostenibile: La chiave per sostenere gli investimenti verdi e prevenire il cambiamento climatico.*
- DALLOCCIO, M., TZIVELIS D. & VINZIA M. A. (2011) *Finanza per la crescita sostenibile: Scelte di struttura finanziaria e politiche dei dividendi* EGEEA spa.
- DEL GIUDICE, A. (2019) *La finanza sostenibile* Giappichelli Editore.
- DOBRAŃSZKY-BARTUS K. & KRENCHER J. V. (2020) *The EU sustainable finance taxonomy regulation.* *Economy & Finance*, 7, 386-411.
- EHLERS, T. (2021) *A taxonomy of sustainable finance taxonomies.* Basel: Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department.
- FORNASARI, T. (2018) *Responsabilità sociale d'Impresa e bilancio sociale: Il ruolo dei professionisti.* Fondazione Bresciana per gli studi Economico-Giuridici.
- FORNASARI T. & IANNI R. (2022) *Tassonomia e opportunità per le imprese.* In A.A.V.V. *Il ruolo del dottore commercialista nella finanza d'impresa: vecchi e nuovi paradigmi.* Cesi Multimedia, Milano.
- FRIGESSI, M. & FORNASARI, T. (2018) *La direttiva 2014/95/UE del parlamento europeo per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità.* In Fornasari, T. (2018) *Responsabilità sociale d'Impresa e bilancio sociale: Il ruolo dei professionisti.* Fondazione Bresciana per gli studi Economico-Giuridici.
- GIACOMELLI A. (2022) *EU sustainability taxonomy for non-financial undertakings: Summary reporting criteria and extension to SMEs.* University Ca'Foscari of Venice, Dept. of Economics Research Paper Series No, 29.
- HOWARD R. A. (2022) *Response to: Environmental assessments and sustainable finance frameworks: Will the EU taxonomy change the mindset over the contribution of EIA to sustainable development?* Impact Assessment and Project Appraisal, 1-3.
- ILO (1998) *Dichiarazione dell'ILO sui diritti fondamentali e i principi sul lavoro.*
- LUCARELLI C., MAZZOLI C., RANCAN M. & SEVERINI S. (2020) *Classification of sustainable activities: EU taxonomy and scientific literature.* *Sustainability*, 12 6460.
- OCH M. (2020) *Sustainable finance and the EU taxonomy Regulation—Hype or hope?* Jan Rönse Institute for Company & Financial Law Working Paper.

- OCSE. (2013) *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali 2011*. Rome: Ministero dello Sviluppo Economico.
- OECD (2020) *Green finance and investment developing sustainable finance definitions and taxonomies*. OECD Publishing.
- ONU. (1948) *Dichiarazione universale dei diritti umani*.
- ONU. (2011) *Principi guida delle nazioni unite sulle imprese e i diritti umani*.
- PAIROTTI M. B., VESCE E. & BELTRAMO R. (2013) *Sostenibilità ambientale: La metodologia della fase di trasformazione*.
- SCHÜTZE F. & STEDE J. (2020) *EU sustainable finance Taxonomy—What is its role on the road towards climate neutrality?*
- SCHÜTZE F., STEDE J., BLAUERT M. & ERDMANN K. (2020) *EU taxonomy increasing transparency of sustainable investments*. DIW Weekly Report, 10 485-492.
- SUNDQVIST S. (2022) *EU taxonomy and sustainable finance: Key levers for climate change mitigation*.
- TRIPPEL, E. (2020) *How green is green enough? the changing landscape of financing a sustainable european economy*. Paper presented at the *ERA Forum*, 21. (2) 155-170.

## ATTUALITÀ

*Banca d'Italia: pubblicato un nuovo studio sulle misure di sostegno concesse alle imprese durante la pandemia*

La Banca d'Italia ha pubblicato un nuovo studio della serie "Questioni di Economia e Finanza" intitolato "Le misure di sostegno finanziario e il credito alle imprese durante la pandemia" che analizza le principali caratteristiche delle imprese che hanno avuto accesso alle misure di sostegno concesse in Italia nel corso del periodo emergenziale sotto forma di moratorie e di prestiti garantiti. Lo studio si concentra altresì sull'impatto di detti interventi sulla dinamica del credito, effettuando una distinzione anche per tipologia di imprese.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0665/QEF\\_665\\_21.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2021-0665/QEF_665_21.pdf)*

\* \* \*

*Assonime: pubblicata una circolare sul Regolamento ESEF*

Assonime ha pubblicato la Circolare n. 3/2022 dal titolo "Le ultime novità sulla pubblicazione del bilancio nel formato elettronico ESEF".

A partire dagli esercizi sociali 2021, gli emittenti quotati devono pubblicare il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato secondo le specifiche previste dal Regolamento ESEF, il quale ha imposto l'obbligo di adottare il formato elettronico XHTML, con la marcatura di alcune informazioni del bilancio consolidato secondo le specifiche Inline XBRL. Questa disciplina è stata già oggetto di un primo commento da parte di Assonime con la circolare n. 25/2019. La circolare analizza le novità normative e le principali questioni aperte che nel frattempo sono intervenute.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: Circolare 3\_2022 (assonime.it)*

\* \* \*

*Banca d'Italia: pubblicato uno studio su diversity & inclusion negli organi e nel personale delle banche*

La Banca d'Italia ha pubblicato un nuovo studio della serie "Questioni di Economia e Finanza" intitolato "La diversità di genere nelle dichiarazioni non finanziarie delle banche italiane".

Il lavoro indaga come e con quale livello di dettaglio le banche italiane comunicano al mercato le informazioni sulla diversità e l'inclusione (D&I), un aspetto importante della strategia di sostenibilità sociale delle imprese.

I risultati mostrano che per la maggior parte delle banche italiane la D&I è un tema rilevante, anche se trattato con differenti modalità e livelli di dettaglio nelle dichiarazioni non finanziarie (DNF). Il lavoro identifica gli elementi che le banche potrebbero utilizzare per valorizzare le attività svolte nel campo della D&I in tre principali aree delle DNF:

- processo di identificazione dei temi rilevanti;
- modalità di gestione interna della D&I;
- informazioni quantitative

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0671/QEF\\_671\\_22.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0671/QEF_671_22.pdf)*

\* \* \*

*CNDCEC e FNC: pubblicato un documento su Finanza sostenibile e fattori ESG*

Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili e la Fondazione Nazionale dei Commercialisti hanno pubblicato un documento dal titolo “Finanza sostenibile e fattori “ESG”: stato dell’arte, sviluppi futuri e opportunità”.

Il lavoro analizza in modo trasversale i temi *Environmental, Social e Governance* sui vari aspetti rilevanti che sono impattati dai temi di sostenibilità, quali l’impatto sulla normativa bancaria e il merito creditizio, la valutazione delle imprese e il costo del capitale e i principali strumenti di finanza sostenibile.

Inoltre presenta un approfondimento delle opportunità future per imprese e professionisti nel campo della finanza sostenibile.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/1612>*

\* \* \*

*CONSOB: consultazione pubblica su OICR e informativa sulla sostenibilità*

CONSOB ha avviato una consultazione pubblica avente ad oggetto alcune possibili modifiche al Regolamento Emittenti, con lo scopo di adeguare l’ordinamento nazionale agli atti normativi europei sulla distribuzione transfrontaliera (cd. cross-border) dei fondi di investimento (Direttiva e Regola-

mento CBDF o “CBDF Package”), sull’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (Regolamento SFDR) e sull’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (Regolamento Tassonomia), in particolare in relazione all’informativa precontrattuale prevista nella documentazione di offerta relativa agli Organismo di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR)

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: Consultazioni (consob.it)*

\* \* \*

*Banca d'Italia: pubblicato uno studio su governance e performance delle imprese italiane*

La Banca d'Italia ha pubblicato un nuovo paper della serie “Questioni di Economia e Finanza” intitolato “Proprietà, governance, management e performance delle imprese: evidenze dalle imprese italiane”.

Il lavoro analizza in che misura le differenze negli assetti proprietari, di *governance* e manageriali possono incidere sui divari territoriali di *performance* delle imprese italiane. Nella prima parte si valuta il ruolo dell’istruzione nel processo di selezione di imprenditori e manager; nella seconda si esaminano le peculiarità negli assetti proprietari e di *governance* nel Centro Nord e nel Mezzogiorno.

Nel Mezzogiorno il livello di istruzione degli imprenditori e dei manager è inferiore a quello del Centro Nord e spiega un decimo del differenziale nella dimensione media d’impresa tra le due aree. Il familismo e il localismo sono significativamente più diffusi nel Mezzogiorno e si associano a una minore separazione tra proprietà e controllo, una minore presenza di manager esterni alle famiglie, una minore diffusione di pratiche manageriali strutturate e una minore produttività.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0678/QEF\\_678\\_22.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0678/QEF_678_22.pdf)*

\* \* \*

*Assonime: pubblicato uno studio sulla riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive.*

Lo studio analizza le questioni connesse allo svolgimento dell’assemblea delle società di capitali con strumenti di telecomunicazione, tra disciplina ordinaria e disciplina emergenziale, in cui si prefigura un quadro nuovo per lo

svolgimento delle riunioni degli organi sociali destinato ad affermarsi nel futuro della prassi societaria.

Vengono esaminati: i diversi tipi di assemblea, ibrida e virtuale; le condizioni e i limiti all'utilizzo della tecnologia; i sistemi di telecomunicazione attivi e passivi; la regolamentazione dell'uso degli strumenti di telecomunicazione in presenza o in assenza di clausola statutaria; la convocazione e la costituzione dell'assemblea; la partecipazione del terzo non legittimato; la discussione e il diritto di porre domande o presentare proposte; la votazione e la verbalizzazione; il difetto di collegamento e l'interruzione del collegamento.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/note%20e%20studi%202-2022.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/note%20e%20studi%202-2022.pdf)*

\* \* \*

*Assonime: pubblicata la Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2021)*

In base alle informazioni fornite nelle Relazioni sul governo societario, il Note e Studi offre un'analisi generale della *governance* delle società quotate e della loro adesione al Codice di autodisciplina, soffermandosi sugli aspetti fondamentali per una sua adeguata ed efficace applicazione e sulla qualità delle spiegazioni fornite in caso di *non-compliance*. Il Note e Studi offre una visione dinamica dell'evoluzione della *corporate governance* rilevando sia il grado di adesione alle principali best practice del Codice (attraverso il Corporate Governance Grade) sia le modalità di concreta attuazione delle singole raccomandazioni del Codice (dedicando approfondimenti mirati agli aspetti nevralgici per la buona *governance* delle società quotate).

L'analisi è estesa anche alla remunerazione di amministratori e sindaci, le cui informazioni sono contenute nella Relazione sulla remunerazione. A tal fine, il Note e Studi offre un esame approfondito delle politiche per la remunerazione, ponendo particolare attenzione alla loro *compliance* con il Codice di autodisciplina, ed esamina la struttura, le medie e le variazioni delle singole voci degli emolumenti effettivamente corrisposti ai singoli amministratori e sindaci.

Il Note e Studi è corredato da due allegati, contenenti la metodologia utilizzata per la misurazione del *Corporate Governance Grade* e la serie storica dei dati utilizzati per la redazione del rapporto.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%204-2022.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%204-2022.pdf)*

\* \* \*

*CONSOB: pubblicato il rapporto annuale sulla corporate governance delle società quotate*

Publicata la decima edizione del Rapporto Consob sulla *corporate governance* delle società quotate italiane. Il Rapporto fornisce, anche per l'anno 2021, evidenze in merito ad assetti proprietari, organi sociali, assemblee e operazioni con parti correlate, sulla base di dati desunti dalle segnalazioni statistiche di vigilanza e da informazioni pubbliche.

In considerazione delle profonde evoluzioni strutturali in atto in materia di sostenibilità e digitalizzazione e della rilevanza per l'attività di impresa, il Rapporto censisce per la prima volta le competenze in questi ambiti degli amministratori delle società medio-grandi.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2021.pdf/47b754d2-16e3-4c3e-8ea1-5add239444e0>

\* \* \*

*ESMA: pubblicata una versione aggiornata delle Linee Guida sulle politiche e prassi di remunerazione*

La *European Securities and Markets Authority* facendo seguito alla consultazione avviata nel 2021, ha pubblicato una nuova versione delle proprie Linee Guida relative ad alcuni aspetti riguardanti le politiche e le prassi di remunerazione relativa ai mercati degli strumenti finanziari (MiFID II).

Le Linee Guida hanno lo scopo di migliorare la chiarezza e favorire la convergenza nell'implementazione di alcuni aspetti dei nuovi requisiti di remunerazione previsti dalla MiFID II e sono in linea con i nuovi requisiti previsti dalla MiFID II e con i risultati delle attività di vigilanza condotte sul tema dalle autorità nazionali competenti, con la finalità di rafforzare la protezione degli investitori.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma\\_35-36-2537\\_final\\_report\\_on\\_guidelines\\_on\\_certain\\_aspects\\_of\\_the\\_mifid\\_ii\\_requirements.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma_35-36-2537_final_report_on_guidelines_on_certain_aspects_of_the_mifid_ii_requirements.pdf)

\* \* \*

*EBA EIOPA ed ESMA - ESAs: pubblicato un aggiornamento del Supervisory Statement sull'applicazione della regolamentazione in materia di informativa sulla finanza sostenibile*

Le tre autorità di vigilanza europee hanno aggiornato oggi il loro *Super-*

*visory Statement* congiunto sull'applicazione del *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR). Ciò include una nuova tempistica, aspettative sulla quantificazione esplicita delle informazioni sui prodotti ai sensi degli articoli 5 e 6 del regolamento sulla tassonomia e l'uso di stime.

Il *Supervisory Statement* mira a promuovere un'applicazione efficace e coerente e una supervisione nazionale del Regolamento in materia di informativa sulla finanza sostenibile (SFDR), creando così condizioni di parità e tutelando gli investitori.

Le ESAs raccomandano che le autorità nazionali competenti e i partecipanti al mercato utilizzino l'attuale periodo intermedio dal 10 marzo 2021 al 1° gennaio 2023 per prepararsi all'applicazione del prossimo regolamento delegato della Commissione contenente le norme tecniche di regolamentazione (RTS), applicando anche le misure pertinenti dell'SFDR e il Regolamento sulla tassonomia secondo le relative date di applicazione indicate nella dichiarazione di vigilanza.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esas-issue-updated-supervisory-statement-application-sustainable-finance>*

\* \* \*

*Banca d'Italia: pubblicato documento su aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*

La Banca d'Italia, in linea con analoghe iniziative della BCE e di altre autorità di vigilanza nazionali, ha elaborato un primo insieme di aspettative di vigilanza sull'integrazione dei rischi climatici e ambientali nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo, controllo e gestione dei rischi e nella informativa al mercato degli intermediari vigilati. Le aspettative forniscono indicazioni di carattere generale non vincolanti. La loro declinazione a livello operativo è rimessa al singolo intermediario, che accerterà in via autonoma la rilevanza delle tematiche per il proprio modello di business, applicando soluzioni coerenti con il grado e l'intensità di esposizione ai rischi, in funzione di tipologia, dimensione e complessità delle attività svolte e dell'apparato aziendale. Il documento è rivolto ai soggetti vigilati e autorizzati dalla Banca d'Italia ai sensi del Testo Unico Bancario e del Testo Unico della Finanza (banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari ex Articolo 106 TUB e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL), secondo un principio di proporzionalità, in base alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa, nonché all'attività svolta.

*Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: [https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf](https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf)*



## GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (1)

*Società di capitali — Società per azioni — Organi sociali — Assemblea dei soci — Deliberazioni — Durata della società — Da tempo indeterminato a tempo determinato — Diritto di recesso — Esclusione.*

La deliberazione di riduzione della durata della società che comporti il passaggio della durata da tempo indeterminato a durata a tempo determinato non attribuisce al socio un autonomo diritto di recesso *ex lege* alla stregua della disciplina dettata dall'art. 2437, comma 1, lett. e), c.c., perché tale effetto consegue solo nel caso di eliminazione delle cause di recesso previste *ex lege* derogabili e di eliminazione delle ulteriori clausole di recesso specificamente previste dallo statuto, ove consentito, ipotesi che nel caso in esame non ricorrono.

*Cass. civ., Sez. I, 24 febbraio 2022, n. 6280 - Pres. A. Scalfaferrì - Rel. L. Tricomi.*

\* \* \*

*Società di persone — Società in accomandita semplice — Rapporti fra soci e terzi — Socio accomandante — Atti di ingerenza illegittimi nell'amministrazione — Responsabilità per le obbligazioni sociali — Fondamento.*

Il beneficio della limitazione della responsabilità del socio accomandante viene meno ed egli, diviene personalmente e solidalmente responsabile insieme con la società quando egli compia atti di ingerenza illegittimi nell'amministrazione della società (art. 2320 c.c.). A questi fini, sono come atti di ingerenza sia la condotta del socio accomandante che afferisca ai rapporti interni all'ente, incidendo significativamente sull'attività degli amministratori, sia quella che si riflette verso l'esterno, andando a minare l'autonomia

---

(1) Massime a cura di Isabella Maffezzoni.

decisionale degli accomandatari. In quest'ultimo caso, ciò che deve essere accertato è che il comportamento del socio accomandante influenzi il momento genetico della scelta dell'amministratore, le concrete modalità di esplicazione del potere gestorio, mentre scarsa rilevanza, ai fini della valutazione dell'ingerenza del socio, ha il successivo momento esecutivo, come il fatto che egli non risulti firmatario del contratto concluso secondo le sue indicazioni.

*App. Brescia, Sez. I, 2 febbraio 2022, n. 125*

\* \* \*

*Società di capitali — Società responsabilità limitata — Assemblea dei soci (convocazione, deliberazione, diritto di voto) — Nullità — Compromesso e arbitrato — Compromettibilità in arbitri — Esclusione.*

La nullità delle delibere assembleari di S.r.l., ai sensi dell'art. 2479-ter, 3, c.c., è prevista per i casi di illiceità o impossibilità dell'oggetto della deliberazione e nel caso in cui la decisione sia assunta in assenza assoluta di informazione. Dato comune ad entrambe le ipotesi è la tutela di interessi generali, nonché quello di evitare una deviazione dallo scopo economico-sociale della società stessa e per tale motivo le controversie aventi ad oggetto questioni rientranti nella previsione richiamata non sono compromettibili in arbitri, in quanto si tratta di diritti indisponibili. L'assenza assoluta di informazione riguarda anche i casi in cui sia mancata la convocazione del socio all'assemblea, mentre nell'illiceità dell'oggetto rientrano le ipotesi di violazione dei criteri di chiarezza, veridicità e correttezza del bilancio (art. 2423, c. 2, c.c., applicabile anche alle S.r.l.).

*Tribunale Bologna, Sez. spec. Impresa, 2 febbraio 2021, n. 241*

\* \* \*

*Società di persone — Rapporti fra soci — Partecipazione ai guadagni e alle perdite — Diritto del socio agli utili — Art. 2262 c.c. — Approvazione del rendiconto — Necessità — Surrogabilità con le dichiarazioni fiscali della società — Esclusione — Fattispecie.*

Nelle società di persone, il diritto del singolo socio a percepire gli utili è subordinato, ai sensi dell'art. 2262 c.c., alla approvazione del rendiconto, situazione contabile che equivale, quanto ai criteri di valutazione, a quella di un bilancio e non è surrogabile dalle dichiarazioni fiscali della società. (Affermando tale principio la S.C. ha confermato la decisione di merito che aveva ritenuto la voce "prelevamento soci" idonea a formare l'attivo patrimo-

niale della società, in relazione alla soglia di fallibilità dell'art. 1, comma 2, lett. a), l. fall.).

*Cass. civ., Sez. I, ord., 2 marzo 2022, n. 6865 - Pres. A. Scaldaferrì - Rel. E. Campese.*

\* \* \*

*Contratti in genere — Contratto a favore di terzi — Patti parasociali — Nomina, compenso e durata in carica di un amministratore — Contratto a favore di terzo.*

Affinché l'amministratore designato in un patto parasociale acquisti, ai sensi dell'art. 1411 c.c., il diritto soggettivo all'espressione del voto in assemblea, da parte dei soci sottoscrittori del patto, in favore della sua nomina e di un determinato compenso, in esso decisi, occorre che sia accertato l'intento dei soci di attribuire direttamente ed immediatamente al terzo un diritto soggettivo, potendo allora, in tal caso, l'amministratore vantare una pretesa risarcitoria al riguardo, ove ne sussistano tutti gli elementi costitutivi.

*Cass. civ., Sez. I, 23 novembre 2021, n. 36092 - Pres. C. De Chiara - Rel. L. Nazzicone.*

\* \* \*

*Società — Di capitali — Società per azioni (nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Amministratori — Nomina — Patti parasociali — Patto di sindacato — Durata di due trienni consecutivi della carica di amministratore — Nullità per violazione degli artt. 2372 e 2383 c.c. — Esclusione — Fondamento.*

Il patto di sindacato, con il quale i soci abbiano concordato la nomina di un soggetto alla carica di amministratore per due trienni consecutivi, non è nullo per violazione degli artt. 2372 e 2383 c.c., avendo effetti organizzativi del voto meramente interni e obbligatori, senza porre in discussione il corretto funzionamento e le prerogative dell'organo assembleare.

*Cass. civ., Sez. I, 23 novembre 2021, n. 36092 - Pres. C. De Chiara - Rel. L. Nazzicone.*

\* \* \*

*Società — Di capitali — Società per azioni (nozione, caratteri, distinzioni) — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Limite legale — Conferimenti — Versamento del socio in conto futuro aumento di capitale —*

*Caratteristiche — Iscrizione in bilancio come riserva — Necessità — Fondamento — Fattispecie.*

In tema di società di capitali, l'erogazione di somme di denaro "in conto futuro aumento di capitale", effettuata dal socio in favore della società, deve essere iscritta in bilancio come riserva, e non come finanziamento soci, in quanto, ove l'aumento intervenga, le somme confluiscono automaticamente nel capitale sociale, mentre, in caso contrario, devono essere restituite, in conseguenza del mancato perfezionamento della fattispecie programmata. (In applicazione di tale principio la S.C. ha confermato la sentenza impugnata, che aveva ritenuto nullo il bilancio approvato dall'assemblea, ove i versamenti in conto capitale dei soci erano stati iscritti come debiti societari)

*Cass. civ., Sez. VI, ord., 16 novembre 2021, n. 34503 - Pres. A. Valitutti - Rel. L. Nazzicone.*

\* \* \*

*Società di capitali — Società fiduciarie — Mala gestio del capitale conferito alla società fiduciaria — Responsabilità della società fiduciaria — Responsabilità solidale dell'organo di vigilanza.*

In caso di capitali conferiti a società fiduciarie di cui alla Legge n. 1966 del 1939, lo strumento giuridico utilizzato per l'adempimento è quello del mandato fiduciario senza rappresentanza finalizzato alla mera amministrazione dei capitali medesimi, salva rimanendo la proprietà effettiva di questi in capo ai mandanti; conseguentemente la società fiduciaria che abbia mal gestito il capitale conferito, e che non sia quindi in grado di riversarlo ai mandanti perché divenuta insolvente, risponde sempre ed essenzialmente del danno correlato all'inadempimento del mandato e alla violazione del patto fiduciario, e la relativa obbligazione, quand'anche azionata mediante l'insinuazione concorsuale, e quand'anche parametrata all'ammontare del capitale conferito e perduto, è sempre un'obbligazione risarcitoria da inadempimento del mandato, la quale concorre, ai sensi dell'art. 2055 cod. civ., con quella eventuale dell'organo (il Mise) chiamato a esercitare l'attività di vigilanza.

*Cass. civ., Sez. un., 27 aprile 2022, n. 13143 - Pres. P. D'Ascola - Rel. F. Terrari.*

\* \* \*

*Società di capitali — Società responsabilità limitata — Compenso dell'amministratore — Clausola statutaria di gratuità delle funzioni di amministratore — Legittimità.*

È principio consolidato che l'amministratore di una società di capitali, con

l'accettazione della carica, acquisisce, di regola, il diritto ad essere compensato per l'attività svolta in esecuzione dell'incarico affidatogli. Tale diritto è, nelle s.p.a., espressamente sancito dagli artt. 2389 c.c. e 2364, n. 3), mentre per quanto concerne le s.r.l., nonostante l'assenza di analoghe disposizioni espresse, esso viene pacificamente ricavato dall'applicazione analogica degli artt. 1709 e 2389 c.c. Secondo i principi del sistema vigente, quello di amministratore di società è contratto che la legge presume oneroso (cfr. la norma dell'art. 1709 cod. civ. dettata con riferimento allo schema generale dell'agire gestorio e senz'altro applicabile anche alla materia societaria, come pure posta a presupposto delle previsioni dell'art. 2389 cod. civ., specificamente scritte per il tipo società per azioni). Non v'è dunque ragione di ritenere che il diritto a percepire il compenso rimanga subordinato a una richiesta che l'amministratore rivolga alla società amministrata durante lo svolgimento del relativo incarico. Anche laddove difetti una disposizione dell'atto costitutivo e l'assemblea si rifiuti od ometta di stabilire il compenso spettante all'amministratore ovvero lo determini in misura inadeguata, dunque, quest'ultimo è abilitato a richiederne al giudice la determinazione, eventualmente in via equitativa, purché alleghi e provi la qualità e quantità delle prestazioni concretamente svolte. Trattandosi, nondimeno, di diritto disponibile — giacché al rapporto di immedesimazione organica intercorrente tra la società e il suo amministratore non si applica né l'art. 36 Cost. né l'art. 409, comma 1, n. 3) c.p.c. — deve ritenersi legittima la previsione statutaria di gratuità delle relative funzioni di compenso degli amministratori, prevedendo come meramente "eventuale" la remunerazione dell'organo gestorio e subordinando espressamente l'attribuzione del compenso alla determinazione dei soci compiuta "all'atto della nomina.

*Trib. Brescia, Sez. spec. Impresa, sent., 22 febbraio 2022, n. 415 - Pres. R. Del Porto - Rel. A. Castellani.*

\* \* \*

*Società — Società di capitali — Società a responsabilità limitata — Bilancio — Approvazione — Approvazione del bilancio — Ratifica tacita dell'operato dell'amministratore in conflitto d'interessi — Esclusione.*

In tema di società di capitali, l'approvazione del bilancio non costituisce ratifica tacita dell'operato dell'amministratore in conflitto d'interessi, in quanto sia la disciplina del bilancio che quella dell'assemblea hanno natura imperativa e rispondono all'interesse pubblico ad un regolare svolgimento dell'attività economica, essendo in ogni caso necessario che, sempre ai fini della convalida degli atti posti in essere in conflitto di interessi da parte dell'amministratore della società, deve risultare accertata univocamente, al

di là della mera approvazione degli atti gestori, la volontà specifica di far proprio l'atto posto in essere dal rappresentante.

*Cass. civ., Sez. II, ord., 21 marzo 2022, n. 9054 - Pres. F. Manna - Rel. R. M. Criscuolo.*

\* \* \*

*Società — Di capitali — Società per azioni (nozione, caratteri, distinzioni) — Organi sociali — Amministratori — Rappresentanza della società — Realizzazione, da parte dell'amministratore, di un atto o negozio nell'interesse della società — Conflitto di interessi — Assenza di deliberazione dell'assemblea — Conseguenze — Applicabilità dell'art. 2391 c.c. — Esclusione — Fondamento — Disciplina ex art. 1394 c.c. — Sussistenza — Oggetto dell'accertamento*

Quando un amministratore ponga in essere, in nome della società, un atto o un negozio nei confronti di un terzo, ancorché rientrante nella competenza del consiglio di amministrazione, il conflitto di interessi, in assenza di previa deliberazione collegiale, non può essere regolato dall'art. 2391 c.c., in quanto nelle fattispecie regolate da questa norma il conflitto emerge in un momento anteriore in quanto afferente all'esercizio del potere di gestione, ma dall'art. 1394 c.c., il quale impone di accertare l'esistenza di un rapporto di incompatibilità tra gli interessi del rappresentato e quelli del rappresentante, da dimostrare in modo non astratto o ipotetico, ma tenendo conto dell'idoneità del singolo atto o negozio alla creazione dell'utile di un soggetto mediante il sacrificio dell'altro.

*Cass. civ., Sez. II, ord., 5 gennaio 2021, n. 255 - Pres. R.M. Di Virgilio - Rel. G. Dongiacomo*

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

## GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*FALLIMENTO — Cessione di credito — Fallimento debitore ceduto — Ammissione al passivo del creditore cessionario — Legittimazione — Onere della prova.*

La legittimazione del creditore cessionario, ai fini della partecipazione al concorso, dipende dalla anteriorità del credito ceduto, che deve essere munito di data certa anteriore al fallimento *ex art. 2704 c.c.*, e non anche dalla anteriorità dell'atto di cessione del credito, posto che il credito può essere ceduto anche dopo la dichiarazione di fallimento.

*Corte di Cassazione, Sez. I, 25 gennaio 2022, n. 2217*

*(omissis)*

### FATTI DI CAUSA

1) Il Tribunale di Roma ha rigettato l'opposizione allo stato passivo del Fallimento ALFA proposta da BETA spa contro il diniego di ammissione del credito di euro 528.733,76 di cui essa aveva chiesto l'ammissione quale cessionaria del corrispondente credito vantato verso ALFA spa *in bonis* dalla propria cedente, DELTA spa.

1.1) Avverso detta decisione GAMMA scpa, agendo quale mandataria con rappresentanza di BETA, ha proposto ricorso per cassazione affidato ad un unico motivo, articolato su due profili di censura. Il Fallimento intimato non ha svolto difese.

### RAGIONI DELLA DECISIONE

2) La ricorrente censura la decisione del Tribunale laddove afferma che l'opponente “*non avrebbe fornito la prova della notifica della cessione al debitore ceduto anteriormente al fallimento come sarebbe richiesto dall'art. 45 L. Fall. e dell'art. 1264 c.c.*”, norme di cui lamenta la violazione e falsa applicazione.

2.1) Sotto il primo profilo, osserva che la natura consensuale del contratto di cessione di credito, *ex art. 1260 c.c.*, comporta il suo perfezionamento per effetto del semplice accordo tra cedente e cessionario, a prescindere dalla notificazione al debitore ceduto *ex art. 1264 c.c.* o dalla sua (equipollente) accettazione; di conseguenza la legittimazione attiva di BETA derivava dall'atto di cessione dei crediti verso ALFA S.p.A. in data 23 gennaio 2013, avente data certa.

2.2) Quanto al secondo profilo, deduce l'erroneità del richiamo all'art. 45 L. Fall. (che rappresenta la traduzione in sede concorsuale dei principi stabiliti in materia di esecuzione individuale degli artt. 2914 e ss. c.c.), poiché la regola posta all'art. 2914 n. 2 c.c. — per cui *“non hanno effetto in pregiudizio del creditore pignorante, sebbene anteriori al pagamento, le cessioni di crediti che siano state notificate al debitore ceduto o accettate dal medesimo successivamente al pignoramento”* — opera solo per gli atti di cessione privi di data certa anteriore, a differenza di quello per cui è causa. In ogni caso, l'art. 45 L. Fall. non disciplina il caso in cui sia fallito (come nel caso di specie) non già il creditore cedente, bensì il debitore ceduto, essendo indifferente per la curatela fallimentare che sia ammesso al passivo il cedente ovvero il cessionario; le formalità previste ai fini dell'efficacia della cessione servono invece ad individuare il soggetto (cedente o cessionario) legittimato ad azionare il credito nei confronti del fallimento del debitore ceduto. Del resto, la legge fallimentare attesta che il credito vantato verso il soggetto fallito può essere ceduto anche *dopo* la dichiarazione di fallimento (v. art. 56, co. 2 e art. 115 L. Fall.) e la notificazione al debitore ceduto *ex art. 1264 c.c.* ben può essere contenuta nel ricorso *ex art. 93 L. Fall.*; pertanto, solo in caso di avvenuto pagamento del debitore ceduto all'originario cedente avrebbe senso accertare l'opponibilità della cessione, tenuto conto della regola posta dall'art. 1264 co. 2 c.c.

3) Il motivo è fondato e merita accoglimento.

3.1) È sufficiente osservare al riguardo che, nel caso di cessione di un credito vantato nei confronti di soggetto poi dichiarato fallito, la legittimazione del creditore ai fini della partecipazione al concorso dipende dalla anteriorità del credito ceduto — il quale deve essere munito di data certa anteriore al fallimento, *ex art. 2704 c.c.* — e non anche dalla anteriorità dell'atto di cessione del credito, il quale può essere infatti ceduto anche dopo la dichiarazione di fallimento.

3.2) Ciò si desume chiaramente dalle disposizioni della legge fallimentare che prendono in considerazione le cessioni intervenute prima o dopo il fallimento, stabilendo che il cessionario di un credito concorsuale è tenuto a dare la prova che la cessione è stata stipulata anteriormente al fallimento solo ai fini di una eventuale compensazione (art. 56, co. 2, L. Fall.) o dell'espressione del voto nel concordato fallimento (art. 127, ult. co. L. Fall.), restando altrimenti opponibile al curatore anche se ha luogo nel corso della procedura, come testimonia inequivocabilmente il disposto dell'art. 115 L. Fall.

3.3) È pertanto corretto affermare che il combinato disposto degli artt. 45

L. Fall. e 1264 c.c. viene in rilievo, sotto il profilo dell'opponibilità della cessione, solo in caso di fallimento del debitore cedente, poiché la disciplina di riferimento, relativa alla circolazione dei diritti *ex art. 2914 e ss. c.c.*, mira a dirimere i possibili conflitti tra più cessionari ovvero tra i cessionari e i creditori del cedente.

3.4) Va dunque data continuità all'orientamento di questa Corte per cui, in caso di fallimento del debitore ceduto, il cessionario è tenuto a dare la prova del credito e della sua anteriorità al fallimento, qualora venga in discussione la sua opponibilità, ma non anche la prova dell'anteriorità della cessione al fallimento (Cass. 10545/2014).

4) Il decreto impugnato va quindi cassato con rinvio per nuova valutazione alla luce dei principi sopra indicati, oltre che per la statuizione sulle spese.

P.Q.M.

Accoglie il ricorso, cassa il decreto impugnato e rinvia al Tribunale di Roma, in diversa composizione, cui domanda di provvedere anche sulle spese del giudizio di legittimità.

Così deciso in Roma nella Camera di Consiglio del 27/10/2021.

**Cessione del credito e fallimento del debitore ceduto** (di FEDERICA CASSESE).

La sentenza della Corte di Cassazione che si annota ci offre l'occasione per una breve riflessione in ordine all'istituto della cessione di credito e alla sua operatività in ambito fallimentare, riflessione che faremo partendo da alcuni principi normativi con cui inquadrare meglio la pronuncia in esame.

In primo luogo, occorre rammentare il contenuto degli artt. 1260 c.c. e 1264 c.c. in forza dei quali la cessione del credito si perfeziona anche in assenza del consenso del debitore ceduto, ma produce effetto nei suoi confronti solo se questi l'ha accettata, se la cessione gli è stata notificata, oppure ancora (*ex art. 1264 cc 2° comma*) se il creditore può provare che il debitore ne era comunque già a conoscenza prima della notifica.

Sono dunque elementi costitutivi dell'istituto: (i) l'atto di cessione tra cedente e cessionario; (ii) la comunicazione di tale atto al debitore ceduto e, per le ragioni che diremo in seguito, (iii) il momento in cui il credito oggetto di cessione viene ad esistenza (la cessione di crediti futuri è infatti un negozio consentito dall'ordinamento, a patto che si tratti di crediti non meramente "eventuali" ma destinati a maturare nell'ambito di rapporti identificati e già esistenti — v. p. es. Corte Appello Roma sez. I, 12/09/2011, n.3832).

Ne deriva che:

a) in forza della sua natura consensuale, il contratto di cessione si perfeziona con il mero scambio del consenso tra le parti, a seguito del quale il cessionario diventa l'unico soggetto legittimato a pretendere la prestazione;

b) in forza della notificazione dell'avvenuta cessione, il pagamento erroneamente effettuato al cedente non libera il debitore ceduto e, in caso di più cessioni del medesimo credito, deve farsi riferimento alla priorità temporale della notifica (v. art. 1265 cc).

La legge fallimentare, non modificando ovviamente la disciplina civilistica dell'istituto in esame, provvede però a specificarne alcuni aspetti per una maggior tutela della Procedura e, di conseguenza, della massa dei creditori.

L'art. 45 LF (che non dispone peraltro solo con riferimento alla cessione di credito ma più in generale sull'opponibilità degli atti a terzi) prevede infatti che *“Le formalità necessarie per rendere opponibili gli atti ai terzi, se compiute dopo la data di dichiarazione di fallimento, sono senza effetto rispetto ai creditori”*.

La lettura combinata degli art. 1264 cc e 45 LF, che implicitamente conferma il perfezionamento della cessione di credito sulla base del mero accordo tra le parti, prevede poi però le formalità che devono caratterizzare la comunicazione di tale atto al terzo affinché, solo con il rispetto di determinate condizioni, l'atto di cessione gli possa essere validamente opposto.

In ambito fallimentare si può dunque affermare che le cessioni di credito intervenute *dopo* la dichiarazione di fallimento sono valide tra le parti, ma che le stesse non sono opponibili alla Procedura per assenza dei presupposti di cui all'art. 45 LF.

A questo punto della disamina si impone però un distinguo tra il Fallimento che riguarda il “creditore cedente” ed il Fallimento che riguarda invece il “debitore ceduto”.

Nel caso di Fallimento del “creditore cedente”, il Legislatore ha previsto una serie di cautele a favore del ceto creditorio in quanto atti di cessione di credito stipulati in depauperamento del patrimonio del fallimento potrebbero lederne l'interesse creditorio: ecco quindi perché la giurisprudenza ha riconosciuto al riguardo che l'art. 45 LF, e l'inopponibilità ivi prevista, riguardano proprio, e soltanto, gli atti di disposizione suscettibili di arrecare pregiudizio al fallimento, ed ecco perché tale articolo deve essere ritenuto applicabile in ipotesi di fallimento del creditore cedente.

È con riferimento dunque a tale caso, che si verificano:

1. l'inopponibilità, come detto, alla Procedura *ex* art. 45 LF (ed *ex* art. 2914 cc 1° comma n. 2) delle cessioni di credito intervenute *dopo* il fallimento, così come di tutti gli atti suscettibili di arrecare danno al Fallimento, e necessità quindi di *data certa* anteriore;

2. la revocabilità *ex* art. 67 LF dell'atto di cessione (ferma la non revocabilità dell'atto di adempimento a mani del cessionario da parte del debitore ceduto, stante l'estraneità del cedente, fallito, al rapporto nel quale l'atto di adempimento viene ad inserirsi).

Per completezza facciamo anche un breve cenno alla cessione di un

credito “futuro” posto che può presentare delle complessità nel caso intervenga il fallimento del creditore cedente.

Secondo la Giurisprudenza “... *la natura consensuale del contratto di cessione di credito comporta che esso si perfeziona per effetto del solo consenso dei contraenti, cedente e cessionario, ma non (comporta) anche che dal perfezionamento del contratto consegua sempre il trasferimento del credito dal cedente al cessionario...*”. (v. anche Cass. 3099/95).

Infatti “... *il trasferimento si verifica soltanto nel momento in cui il credito viene ad esistenza*” posto che sino a quel momento il contratto produce unicamente un effetto obbligatorio con la conseguenza che “...*la cessione, anche se sia stata tempestivamente notificata o accettata ex art. 2914 c.c., n. 2, non è opponibile al fallimento se, alla data della dichiarazione di fallimento, il credito non era ancora sorto e non si era verificato l'effetto traslativo della cessione*” (v. anche Cass. n. 551/2012).

Ad esempio, nel contratto di factoring avente ad oggetto crediti futuri, il debitore ceduto può opporre in compensazione al cessionario un proprio credito nei confronti del cedente sorto in epoca successiva alla notifica dell'atto di cessione, atteso che nella cessione di crediti futuri l'effetto traslativo si verifica nel momento in cui questi vengono ad esistenza e non invece anteriormente, all'epoca di stipulazione del contratto (v. Cass. n. 19341/2017).

Vediamo però cosa si intende per “credito futuro”.

L'ammissibilità nel nostro ordinamento giuridico di un negozio dispositivo di crediti futuri si fonda sull'art. 1348 c.c., il quale dispone che “*la prestazione di cose future può essere dedotta in contratto*”; ne consegue che l'ordinamento riconosce l'autonomia delle parti nel prevedere in contratto una prestazione relativa a cose future, anche se però non ne indica una corretta definizione.

In dottrina si ritiene che “credito futuro” sia il credito che non è attualmente esistente nel patrimonio di alcuno e che pertanto si differenzia sia dal credito “altrui” che dal credito “inesigibile”: nel primo caso, infatti, il credito deve ancora venire ad esistenza, nel secondo caso il credito esiste ma è attualmente nel patrimonio di altri e nell'ultimo caso si tratta di un credito che esiste ma per il quale non è ancora sorto l'obbligo di eseguire la prestazione.

In ambito fallimentare, che è quello che qui interessa, si ritiene che per poter opporre al Fallimento l'avvenuta a cessione di “crediti futuri” occorra non solo che tali crediti, sorti dopo il perfezionamento della cessione, siano comunque anteriori al Fallimento, ma che essi siano divenuti anche *esigibili prima* di tale data (v. p. es. Cass. n.1623/2000).

Totalmente diversa è invece la fattispecie del Fallimento del “debitore ceduto”. In questo caso, infatti, non c'è un conflitto tra titoli di acquisto incompatibili aventi ad oggetto il medesimo bene (il credito), poiché il Fallimento non può ovviamente vantare alcun diritto con riguardo alla cessione trovandosi nella medesima posizione del fallito, ossia di debitore ceduto.

Inoltre, quando fallisce il debitore ceduto la cessione non può arrecare alcun pregiudizio alla massa dei creditori, posto che per il Curatore è indifferente (con l'eccezione dell'art. 56 LF) ammettere al passivo, e pagare, il cedente oppure il cessionario.

Su questa linea la Giurisprudenza ha infatti confermato non essere pertinente il requisito della data certa anteriore (art. 2704 c.c.) come condizione per l'opponibilità al Fallimento del debitore ceduto della scrittura privata di cessione (v. p. es. Tribunale di Torino 10.4.2014).

È infatti proprio la legge fallimentare, ex art. 56 cpv. LF, ad ammettere espressamente la possibilità di rendersi cessionari di crediti nei confronti del debitore fallito anche *dopo* la pronuncia della dichiarazione del suo fallimento: tale norma, escludendo tra gli attributi del credito soltanto il potere di "compensare" (e solo se si tratta di un credito ancora non scaduto alla data del fallimento), conferma appunto, per il resto, la piena efficacia della cessione del credito vantato nei confronti del fallito, pur se il trasferimento sia avvenuto dopo la dichiarazione di fallimento.

La sentenza che si annota — che riguarda, appunto, il caso in cui il Fallimento del debitore ceduto — in ottemperanza ai principi sopra esposti riconosce in via preliminare la legittimazione attiva del creditore cessionario, proprio perché il perfezionamento della cessione (munita peraltro in questo caso di data certa) prescinde dall'intervenuta notifica al debitore ceduto.

Non esiste infatti alcun impedimento per il creditore (cessionario) che intenda acquisire crediti che un altro creditore (cedente) vanta nei confronti di un debitore fallito, salvo l'onere di dare prova, ai fini dell'ammissione al passivo fallimentare, dell'avvenuta cessione e di conseguenza della propria legittimazione attiva.

Se dunque il credito ceduto esiste la Procedura deve comunque pagare, per cui il suo interesse è soltanto quello di identificare il soggetto cui è dovuto il pagamento, al fine di "pagare bene", e dunque appurare se sia intervenuta o meno una valida cessione del credito.

Nel caso che si annota invece il creditore cessionario, con atto di cessione munito di data certa, viene escluso dal passivo del fallimento del debitore ceduto in quanto non avrebbe fornito la prova dell'avvenuta notifica *anteriamente* al fallimento della cessione al debitore ceduto.

Il ricorso del cessionario eccepisce l'erronea l'applicazione dell'art. 45 LF in quanto norma da un lato riferibile solo ad atti privi di data certa e dall'altro non applicabile al caso del fallimento del debitore ceduto.

La Suprema Corte, nell'esaminare tale tesi e nell'accogliere poi l'impugnazione, afferma però un principio che è dirimente della questione: la legittimazione del creditore cessionario alla partecipazione al concorso non dipende tanto dall'antiorità al fallimento dell'atto di cessione del credito — credito che infatti (come infatti abbiamo evidenziato prima) può essere ceduto anche dopo la dichiarazione di fallimento — ma dipende dalla antiorità del credito ceduto (fornito di data certa ex art. 2704 c.c.).

E nel dare simile pronunciamento la Corte richiama il contenuto degli art. 56 LF e 127 ult. comma LF, norme che disciplinano i casi (gli unici) in cui il creditore deve dare prova della stipula dell'atto di cessione anteriormente alla dichiarazione di fallimento.

A sostegno di tale argomentazione vi è anche il disposto di cui all'art. 115, 2° comma, LF in forza del quale “...se prima della ripartizione i crediti ammessi sono stati ceduti, il Curatore attribuisce le quote di riparto ai cessionari ...”: prima della ripartizione ma quindi dopo la dichiarazione di fallimento e addirittura dopo l'ammissione al passivo tant'è che in questo caso “... il Curatore provvede alla rettifica formale dello stato passivo...”.

In questo caso si può quindi dire che la domanda di insinuazione al passivo equivalga a notifica della cessione (che pertanto perfeziona, anche nei confronti del debitore ceduto, la legittimazione del cessionario) e che la stessa, effettuata mediante deposito in cancelleria o trasmissione a mezzo PEC, possa equivalere a notifica di cessione con data certa.

L'art. 115 LF prevede solo due requisiti:

- (i) che il cedente sia stato ammesso allo stato passivo del fallimento;
- (ii) che il cessionario abbia un titolo autentico a dimostrazione della sua qualità.

Il primo requisito implica che il Curatore non possa far valere contro il cessionario eccezioni che non ha svolto contro il cedente o che ha proposto e sono state respinte; di fronte a un'istanza di ammissione del cessionario in luogo del cedente il suo compito è solo quello di verificare l'esistenza e la validità della cessione.

Il secondo requisito, a completamento del primo, consente al Curatore di ammettere al passivo il cessionario in luogo del cedente tramite una semplice variazione dello stato passivo, senza necessità di provocare un nuovo accertamento giudiziale poiché l'autenticazione crea una ragionevole presunzione di validità.

## MASSIME (\*)

*FALLIMENTO — Istanza di fallimento — Notifica — Modalità.*

La disciplina speciale di cui all'art. 15, comma 3 LF novellato dalla L. 221/12, prevede che la notifica del ricorso per dichiarazione di fallimento e del relativo decreto di convocazione deve avvenire a cura della Cancelleria all'indirizzo PEC del debitore e solo quando questo non è possibile si deve procedere con notifica presso la sede sociale e in subordine presso la Casa Comunale. Non residuano invece le ipotesi di cui agli artt. 138 e segg. e 145 cpc.

*Corte di Cassazione, 8 febbraio 2022, n. 4030.*

\* \* \*

*FALLIMENTO — Istanza di Fallimento — Credito Tributario — Verifica incidentale — Ammissibilità.*

In forza dell'art. 6 LF la dichiarazione di fallimento non richiede un definitivo accertamento del credito in sede giudiziale né l'esecutività del titolo, essendo sufficiente l'autonoma delibazione incidentale circa la sussistenza del credito da parte del Tribunale Fallimentare. Trattandosi di una verifica *incidenter tantum*, la stessa non risente quindi dei limiti della giurisdizione sul rapporto dal quale scaturisce il credito (nella specie tributario).

*Corte di Cassazione, 22 febbraio 2022, n. 5856.*

\* \* \*

*FALLIMENTO — Azione ex art. 67 LF — Obbligazione principale e obbligazioni accessorie del debitore soccombente — Obbligazioni di valuta.*

L'obbligazione cui è tenuto a far fronte il debitore soccombente nel giudizio *ex art. 67 LF*, è una obbligazione di valuta e non di valore; sia se si tratti dell'obbligazione di restituzione del bene fuoriuscito dal patrimonio del fallito per effetto dell'atto poi dichiarato inefficace, sia se si tratti delle obbligazioni accessorie, quale quella di rimborso dei frutti indebitamente percepiti.

*Corte di Cassazione, 18 febbraio 2022, n. 5495.*

---

(\*) Massime a cura di Maddalena Arlenghi e Federica Cassese.

\* \* \*

*SOVRAINDEBITAMENTO — Liquidazione del patrimonio — Conflitto tra crediti prededucibili e ipotecari — Applicazione analogica dell'art. 111-ter l. fall. — Ammissibilità — Compenso dell'OCC e del legale del debitore proponente.*

Alle procedure di liquidazione del patrimonio *ex art. 14-ter l. 3/2012* è applicabile l'art. 111-ter l. fall. Il compenso dell'OCC e quello dell'Advisor Legale nelle procedure di liquidazione del patrimonio sono prededucibili e antergati *ex art. 111-ter l. fall.* ai crediti ipotecari sorti prima dell'apertura della liquidazione anche nel caso in cui il debitore non trae alcun concreto vantaggio dalla procedura di liquidazione.

*Trib. di Milano, decreto 11 aprile 2022 - Est. Giani.*

\* \* \*

*SOVRAINDEBITAMENTO — Liquidazione del patrimonio — Osservazioni al progetto di distribuzione — Reclamo — Applicazione analogica dell'art. 14-octies, comma 4, L. 3/2012*

Qualora vengano proposte osservazioni al progetto di distribuzione predisposto dal liquidatore che quest'ultimo non ritenga superabili, il decreto con il quale il Giudice Delegato provvede alla definitiva formazione del progetto medesimo (a seguito di rimessione degli atti) va contestato attraverso lo strumento del reclamo al Collegio così come previsto agli artt. 14-octies, Comma 4, ultimo periodo e 10, Comma 6, della L. n. 3/2012 entro il termine di 10 giorni di cui all'art. 739 c.p.c. (richiamato, fra gli altri, dallo stesso art. 10., Comma 6, delle L. 3/2012)

*Trib. di Brescia, decreto 23 marzo 2022 - Est. Pernigotto.*

\* \* \*

*COMPOSIZIONE NEGOZIATA — Conferma delle misure protettive — Mancata predisposizione del piano finanziario — Ammissibilità*

La conferma delle misure di protezione è concretamente funzionale all'obiettivo, non irragionevole del risanamento dell'impresa e la mancata predisposizione del piano finanziario non costituisce elemento che, di per sé,

ostacola l'accesso alle misure protettive, che può essere corredato anche da un programma embrionale, ancora in fase di evoluzione e perfezionamento.

*Trib. di Perugia, decreto 13 marzo 2022 - Est. Monaldi.*

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

## LE NUOVE NORME IN MATERIA DI REATI CONTRO IL PATRIMONIO CULTURALE ED IL LORO IMPATTO SULLA RESPONSABILITÀ DEGLI ENTI *EX D.LGS. 231/2001*

di LUCA TROYER e MELISSA TETTAMANTI

### 1. Un inquadramento generale: la riforma dei reati contro il patrimonio culturale.

La Legge 9 marzo 2022 n. 22, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale 22 marzo 2022 n. 68 ed entrata in vigore il 23 marzo 2022 <sup>(1)</sup>, è intervenuta in maniera significativa, dopo un complesso *iter* parlamentare <sup>(2)</sup>, sulle “*Disposizioni in materia di reati contro il patrimonio culturale*”.

Occorre, infatti, ricordare che l'esigenza di sistematizzare la materia dei reati contro il patrimonio culturale trova origine nell'intervento del Consiglio d'Europa che, con la Convenzione di Nicosia siglata il 19 maggio 2017, ha promosso un'iniziativa volta a prevenire e combattere il traffico illecito e la distruzione di beni culturali, nel quadro di un'azione comune per la lotta

---

<sup>(1)</sup> Art. 7 l. 22/2022: “*La presente legge entra in vigore il giorno successivo a quello della sua pubblicazione sulla Gazzetta Ufficiale*”.

<sup>(2)</sup> Il tentativo di riorganizzare il quadro sanzionatorio penale a tutela del patrimonio culturale risale ormai a tre Legislature fa, quando alla Camera venne avviato l'esame del disegno di legge A.C. 2806; nella XVI Legislatura il disegno di legge A.S. 3016 venne presentato al Senato. Tuttavia, in entrambi i casi, il progetto di riforma si arenò nella fase di esame da parte delle commissioni parlamentari. Ed ancora, nella scorsa Legislatura venne approvato, da parte della Camera, il disegno di legge governativo (A.C. 4220), incagliandosi, però, all'esame del Senato. Successivamente, da tale testo il 9 luglio 2018 venne presentato un nuovo disegno di legge (A.C. 893-B) che, dopo un lungo *iter* conclusosi il 9 marzo 2022, ha riformato la materia dei reati contro il patrimonio culturale. Per un esame più approfondito, si veda *Dossier* n. 32/2 del 19 gennaio 2022, *Disposizioni in materia di reati contro il patrimonio culturale* — A.C. 893-B.

contro il terrorismo e la criminalità organizzata, prevedendo specificamente obblighi di criminalizzazione in capo agli Stati firmatari del documento <sup>(3)</sup>.

Pertanto, in ottemperanza alle indicazioni sovranazionali, il Legislatore italiano ha introdotto nel *corpus* codicistico talune nuove fattispecie di reato.

In sintesi, le modifiche introdotte con la nuova legge hanno riguardato:

— l'estensione del catalogo dei reati per cui è prevista la *Confisca in casi particolari* di cui all'art. 240-*bis*, comma 1 c.p. <sup>(4)</sup>;

— l'introduzione, in attuazione del principio della riserva di codice <sup>(5)</sup>, di un nuovo titolo del Codice Penale — nello specifico il Titolo VIII-*bis* — rubricato "*Dei delitti contro il patrimonio culturale*" contenente un rilevante numero di previsioni incriminatrici (artt. 518-*bis* c.p. — 518-*quaterdecies* c.p.) in parte di nuovo conio e in parte trasmigrate dal D.Lgs. 42/2004 (cd. "*Codice dei beni culturali e paesaggistici*"), tutte caratterizzate da pene con una cornice edittale particolarmente elevata e oltremodo severa. Accanto alle nuove fattispecie di reato, sono altresì previste una causa di non punibilità (art. 518-*quinquiesdecies* c.p.), circostanze aggravanti ed attenuanti speciali (artt. 518-*sexiesdecies* c.p. e 518-*septiesdecies* c.p.) e una peculiare ipotesi di confisca (art. 518-*duodevicies* c.p.);

— la previsione di una nuova contravvenzione, codificata nell'art. 707-*bis* c.p., *Possesso ingiustificato di strumenti per il sondaggio del terreno o di apparecchiature per la rilevazione di metalli*;

— l'estensione della disciplina in materia di operazioni sotto copertura di cui all'art. 9 della legge 16 marzo 2006 n. 146 alle nuove fattispecie di riciclaggio (art. 518-*sexies* c.p.) e autoriciclaggio (art. 518-*septies* c.p.) di beni culturali <sup>(6)</sup>;

<sup>(3)</sup> La Convenzione di Nicosia del 2017 va a sostituire la Convenzione di Delfi, aperta alla firma nel 1985 ed avente ad oggetto il medesimo tema. Quest'ultima Convenzione, tuttavia, non è mai entrata in vigore per il mancato raggiungimento del numero minimo di ratifiche necessarie (l'atto, infatti, venne firmato solo da sei Stati, tra cui anche l'Italia, cui non seguirono le tra ratifiche necessarie per la sua entrata in vigore). Cfr. *Dossier* n. 496 dell'8 novembre 2021, *Convenzione del Consiglio d'Europa sulle infrazioni relative ai beni culturali, fatta a Nicosia il 19 maggio 2017 - A.C. 3326*.

<sup>(4)</sup> L'art. 1 della l. 22/2022 è intervenuto sull'art. 240-*bis* c.p. ampliando — attraverso l'inserimento dei reati di ricettazione di beni culturali, di impiego di beni culturali provenienti da delitto, di riciclaggio e di autoriciclaggio di beni culturali — il catalogo dei delitti in relazione ai quali è consentita la cd. "*confisca allargata*". Detto strumento ablatorio consente la possibilità di confiscare denaro, beni o altre utilità di cui il condannato non può giustificare la provenienza e di cui, anche per interposta persona fisica o giuridica, risulta essere titolare o avere la disponibilità a qualsiasi titolo in misura sproporzionata al proprio reddito. Quindi la misura in esame, che affonda le proprie radici nella lotta al contrasto della criminalità organizzata, prescinde dalla verifica del nesso di pertinenzialità, fondandosi su di una presunzione legale che permette all'Autorità Giudiziaria di aggredire l'intera ricchezza non giustificata e ritenuta, quindi, frutto di un'accumulazione illecita.

<sup>(5)</sup> Il principio della riserva di codice, previsto dall'art. 3-*bis* c.p., prevede che "*Nuove disposizioni che prevedono reati possono essere introdotte nell'ordinamento solo se modificano il codice penale ovvero sono inserite in leggi che disciplinano in modo organico la materia*". Detto principio consente quindi di inserire nel codice penale tutte le fattispecie criminose previste da disposizioni di legge complementari e lesive di beni di rilevanza costituzionale.

<sup>(6)</sup> A tal proposito, l'art. 9 della l. 146/2006 detta una disciplina generale delle operazioni sotto copertura, che sono autorizzate esclusivamente in relazione ad un catalogo chiuso di delitti. La normativa esclude la punibilità degli ufficiali e agenti delle forze di polizia che, nei

— l'ampliamento del catalogo dei reati presupposto della responsabilità amministrativa da reato degli enti ex D.Lgs. 231/2001 attraverso l'introduzione di due nuove fattispecie di illeciti di cui agli artt. 25-*septiesdecies* D.Lgs. 231/2001 (*Delitti contro il patrimonio culturale*) e 25-*octiesdecies* D.Lgs. 231/2001 (*Riciclaggio di beni culturali e devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici*);

— l'abrogazione di talune ipotesi sanzionatorie previste nel D.Lgs. 42/2004 (7).

Chiarita l'architettura del nuovo impianto sanzionatorio a tutela del patrimonio culturale, nel seguito verranno partitamente analizzate le fattispecie di reato oggi confluite nel Codice Penale e i nuovi illeciti amministrativi di cui al D.Lgs. 231/2001, con particolare attenzione alle aree di rischio e ai corrispondenti presidi che l'Ente è chiamato ad implementare per poter beneficiare o dell'esimente di cui all'art. 6 D.Lgs. 231/2001 (8) (prevenzione *ante delictum*) o della riduzione della sanzione pecuniaria di cui all'art. 12, comma 2, lett. b) D.Lgs. 231/2001 (9) e/o della non applicazione delle sanzioni

---

limiti delle proprie competenze, nel corso di specifiche operazioni di polizia, al solo fine di acquisire elementi di prova in ordine ai suddetti reati, "danno rifugio o comunque prestano assistenza agli associati, acquistano, ricevono, sostituiscono od occultano denaro, armi, documenti, sostanze stupefacenti o psicotrope, beni ovvero cose che sono oggetto, prodotto, profitto o mezzo per commettere il reato o altrimenti ostacolano l'individuazione della loro provenienza o ne consentono l'impiego o compiono attività prodromiche o strumentali". L'esecuzione dell'operazione sotto copertura deve essere autorizzata e l'organo che dispone l'autorizzazione deve darne preventiva comunicazione all'autorità giudiziaria competente per le indagini. Nell'ambito delle operazioni sotto copertura gli agenti possono omettere o ritardare gli atti di propria competenza, compiere attività controllate di pagamento di riscatti, ritardare l'esecuzione di provvedimenti di sequestro o l'applicazione di misure cautelari dandone tempestiva comunicazione al Pubblico Ministero.

(7) Art. 5, comma 2, lett. b) l. 22/2022: "Sono abrogate le seguenti disposizioni: [...] b) gli articoli 170, 173, 174, 176, 177, 178 e 179 del codice dei beni culturali e del paesaggio, di cui al decreto legislativo 22 gennaio 2004, n. 42". Le previsioni abrogate sono gli artt. 170 (*Uso illecito*), 173 (*Violazioni in materia di alienazione*), 174 (*Uscita o esportazione illecite*), 176 (*Impossessamento illecito di beni culturali appartenenti allo Stato*), 177 (*Collaborazione per il recupero di beni culturali*), 178 (*Contraffazione di opere d'arte*) e 179 (*Casi di non punibilità*).

Occorre, tuttavia, precisare che in funzione di anticipazione della tutela sono sopravvissute, nel D.Lgs. 42/2004, talune fattispecie di natura contravvenzionale, caratterizzate da un grado di offensività minore rispetto a quello di cui sono portatrici le nuove fattispecie di reato codicistiche, proprio per andare ad intercettare tutte quelle condotte che si arrestano ad un grado di offesa del bene giuridico più mite. Si tratta, a tal proposito, della fattispecie contravvenzionale di cui all'art. 169 D.Lgs. 42/2004 (*Opere illecite*) e di cui all'art. 175 D.Lgs. 42/2004 (*Violazioni in materia di ricerche archeologiche*).

(8) Art. 6, comma 1 D.Lgs. 231/2001 (*Soggetti in posizione apicale e modelli di organizzazione dell'ente*): "1. Se il reato è stato commesso dalle persone indicate nell'articolo 5, comma 1, lettera a) [i cd. apicali, N.d.R.], l'ente non risponde se prova che: a) l'organo dirigente ha adottato ed efficacemente attuato, prima della commissione del fatto, modelli di organizzazione e gestione idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi; b) il compito di vigilare sul funzionamento e l'osservanza dei modelli di curare il loro aggiornamento è stato affidato a un organismo dell'ente dotato di autonomi poteri di iniziativa e di controllo; c) le persone hanno commesso il reato eludendo fraudolentemente i modelli di organizzazione e gestione; d) non vi è stata omessa o insufficiente vigilanza da parte dell'organismo di cui alla lettera b)".

(9) Art. 12, comma 2, lett. b) D.Lgs. 231/2001 (*Casi di riduzione della sanzione pecuniaria*): "2. La sanzione è ridotta da un terzo alla metà se, prima della dichiarazione di apertura del dibattimento di primo grado: [...] b) è stato adottato e reso operativo un modello organizzativo idoneo a prevenire reati della specie di quello verificatosi".

interdittive di cui all'art. 17, comma 1, lett. b) D.Lgs. 231/2001<sup>(10)</sup> (prevenzione *post delictum*).

## 2. Il bene giuridico tutelato: il patrimonio culturale.

Prima di entrare nel merito delle singole ipotesi delittuose, occorre premettere la definizione di “*patrimonio culturale*”, bene giuridico tutelato dalle norme incriminatrici.

Orbene, il Legislatore codicistico non ha offerto una definizione, ai fini penali, di “*patrimonio culturale*”, dovendo, a tal fine, richiamare il disposto di cui all'art. 2 D.Lgs. 42/2004.

Detta previsione normativa stabilisce, al comma 1, che “*il patrimonio culturale è costituito dai beni culturali e dai beni paesaggistici*”.

Più nello specifico, i “*beni culturali*”, oggetto di tutela delle fattispecie penali, sono, a mente del comma 2 della medesima disposizione, “*le cose immobili e mobili che, ai sensi degli articoli 10 e 11, presentano interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, archivistico e bibliografico e le altre cose individuate dalla legge o in base alla legge quali testimonianze aventi valore di civiltà*”, mentre i beni paesaggistici sono, secondo il comma 3, “*gli immobili e le aree indicati all'articolo 134, costituenti espressione dei valori storici, culturali, naturali, morfologici ed estetici del territorio, e gli altri beni individuati dalla legge o in base alla legge*”<sup>(11)</sup>.

Proprio con riferimento ai “*beni culturali*”, è la legge a chiarirne, ai sensi degli artt. 10 e 11 D.Lgs. 42/2004, la tipologia e l'interesse di cui devono essere portatori.

A tal proposito, vi sono beni di proprietà dello Stato, di altri enti pubblici territoriali, di enti ed istituti pubblici e delle fondazioni per i quali opera una “*presunzione legale di culturalità*”, superabile soltanto nell'ipotesi in cui il procedimento amministrativo di verifica, avviato su impulso dello stesso soggetto pubblico proprietario, dia esito negativo<sup>(12)</sup>.

<sup>(10)</sup> Art. 17, comma 1, lett. b) D.Lgs. 231/2001 (*Riparazione delle conseguenze del reato*): “*1. Ferma l'applicazione delle sanzioni pecuniarie, le sanzioni interdittive non si applicano quando, prima della dichiarazione di apertura del dibattimento di primo grado, concorrono le seguenti condizioni: [...] b) l'ente ha eliminato le carenze organizzative che hanno determinato il reato mediante l'adozione e l'attuazione di modelli organizzativi idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi*”.

<sup>(11)</sup> Alla luce di detto distinguo, è la stessa legge a specificare, di volta in volta nella rubrica della disposizione, l'oggetto materiale posto a tutela delle singole ipotesi di reato. Quindi, le fattispecie a presidio della disponibilità e contro il rischio di dispersione saranno applicabili unicamente ai “*beni culturali*”, mentre quelle a tutela dell'integrità saranno applicabili sia ai “*beni culturali*” sia ai “*beni paesaggistici*”, cfr. G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale: per un sistema progressivo di tutela*, in *Sistema Penale*, 2, 2022, p. 8.

<sup>(12)</sup> A proposito della nozione di *bene culturale*, si veda diffusamente G. CALABI, *Diritto di proprietà e normativa di tutela*, in *Le opere d'arte e le collezioni. Acquisto, gestione, trasferimento*, G. CALABI - S. HECKER - R. SARRO - A. BUSANI (a cura di), Vicenza, 2020, p. 122 e ss.

Proprio con riferimento ai beni culturali di proprietà dello Stato o di altro ente pubblico

Di contro, nell'ipotesi in cui il bene appartenga ad un privato ai sensi dell'art. 10, comma 3 D.Lgs. 42/2004, è necessario che venga avviato un procedimento amministrativo *ad hoc* finalizzato alla verifica, caso per caso, della sussistenza dell'interesse culturale il cui esito è contenuto in una dichiarazione specifica (in gergo: la *notifica*)<sup>(13)</sup>. Solo al termine del suddetto procedimento, un bene di proprietà di un privato può assumere la qualifica di "culturale" e quindi risultare coperto anche dall'apparato sanzionatorio di natura penale predisposto dal Legislatore.

Pertanto, i "beni culturali" oggetto specifico di tutela sono unicamente quelli che presentano un *interesse culturale* o *in re ipsa*, discendente dalla semplice appartenenza allo Stato o ad altro ente pubblico territoriale (salvo l'esito negativo del procedimento di verifica), ovvero derivante dalla dichiarazione di interesse culturale. Del resto, è la stessa legge che, nella previsione incriminatrice di cui all'art. 518-*undecies* c.p., pone una distinzione fondamentale tra i *beni culturali in senso proprio* ossia quelli di cui agli artt. 10 e 11 D.Lgs. 42/2004 siano essi dichiarati o *in re ipsa* e le  *cose di interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, bibliografico, documentale o archivistico lecitamente appartenenti ad un privato*.

Sicché, prediligendo un'interpretazione sistematica e costituzionalmente orientata nell'individuazione dell'oggetto materiale di tutela — anche alla luce del trattamento sanzionatorio assai elevato — si ritiene che le nuove previsioni di reato debbano applicarsi solo al *patrimonio culturale dichiarato* o al *patrimonio culturale reale in re ipsa*.

Da ciò ne deriva che qualora l'oggetto materiale, ad esempio, di un fatto di furto sia un dipinto appartenente ad un privato che non è stato oggetto di notifica, si applicherà la fattispecie ordinaria di cui all'art. 624 c.p. maggiormente rappresentativa del disvalore di una condotta che colpisce una *cosa mobile altrui*, mentre nell'ipotesi in cui l'opera sia stata dichiarata di *interesse culturale*, rientrando quindi nel novero dei beni di cui all'art. 10, comma 3 D.Lgs. 24/2004, si applicherà la fattispecie più grave di cui all'art. 618-*bis* c.p.,

---

territoriale, opera quella che dottrina e giurisprudenza hanno identificato come una "presunzione legale di culturalità" superabile solo a fronte del procedimento amministrativo di verifica di cui all'art. 12 D.Lgs. 42/2004. Da ciò ne discende che la qualifica di detti beni come "culturali" è solo provvisoria in attesa dell'esito del suddetto procedimento che si conclude entro centoventi giorni dal ricevimento della richiesta formulata dai soggetti cui le cose appartengono.

<sup>(13)</sup> Il procedimento amministrativo per la dichiarazione di interesse culturale viene descritto dall'art. 13 e ss. del D.Lgs. 42/2004. Brevemente, la dichiarazione di interesse culturale è un provvedimento dell'autorità amministrativa centrale (Ministero per i beni e le attività culturali e per il turismo) che istituisce, in capo al proprietario, una serie di obblighi e, in capo allo Stato, una serie di potestà.

Il procedimento viene avviato dal soprintendente, anche su motivata richiesta della regione e di ogni altro ente territoriale interessato, dandone comunicazione al proprietario con riferimento agli elementi di identificazione e di valutazione della cosa risultanti dalle prime indagini nonché l'indicazione di un termine non inferiore a trenta giorni per la presentazione di eventuali osservazioni. La dichiarazione viene adottata dal Ministero e comunicata all'interessato. Avverso la dichiarazione è possibile proporre un ricorso al Ministero per motivi di legittimità e di merito, entro trenta giorni dalla notifica della dichiarazione. Il termine per l'adozione della relativa decisione è di novanta giorni.

aderente, in questo caso, alla maggiore carica offensiva della condotta posta in essere che ricade su di un *bene culturale*.

Solo la condotta di uscita o esportazione illecita di beni culturali di cui all'art. 518-*decies* c.p. ha ad oggetto anche le “*cose di interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, bibliografico, documentale o archivistico*” lecitamente appartenenti ai privati, in quanto con tale norma si vuole tutelare l'interesse dello Stato alla protezione del patrimonio culturale nazionale secondo il rigoristico paradigma del divieto di esportazione con riserva di permesso <sup>(14)</sup>.

### 3. I reati di furto e appropriazione indebita di beni culturali.

Il primo nucleo di illeciti oggetto di analisi è rappresentato dai reati di furto (art. 518-*bis* c.p.) e di appropriazione indebita (art. 518-*ter* c.p.) di beni culturali.

Il reato di *Furto di beni culturali* è oggi previsto dalla fattispecie incriminatrice di cui all'art. 518-*bis* c.p. che va a sostituire la previgente — ed abrogata — fattispecie di cui all'art. 176 D.Lgs. 42/2004 (*Impossessamento illecito di beni culturali appartenenti allo Stato*) <sup>(15)</sup>.

Ciò premesso, la fattispecie di cui al nuovo art. 518-*bis* c.p. punisce, con la reclusione da due a sei anni e con la multa da 927 a 1.500 Euro “*chiunque si impossessa di un bene culturale mobile altrui, sottraendolo a chi lo detiene, al fine di trarne profitto, per sé o per altri, o si impossessa di beni culturali appartenenti allo Stato, in quanto rinvenuti nel sottosuolo o nei fondali marini*” <sup>(16)</sup>.

Al comma 2 è prevista una ipotesi aggravata, punita con la reclusione da quattro a dieci anni e con la multa da 927 a 2.000 Euro “*se il reato è aggravato da uno o più delle circostanze previste nel primo comma dell'articolo 625 o se il furto di beni culturali appartenenti allo Stato, in quanto rinvenuti nel sottosuolo o nei fondali marini, è commesso da chi abbia ottenuto la concessione di ricerca prevista dalla legge*”.

È evidente come il disposto letterale della norma incriminatrice altro non sia che una ipotesi speciale della fattispecie comune di furto di cui all'art. 624

<sup>(14)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 21.

<sup>(15)</sup> Per un confronto, l'art. 176 D.Lgs. 42/2004 — oggi abrogato dall'art. 5, comma 2, lett. b) l. 22/2022 — prevede che “*Chiunque si impossessa di beni culturali indicati nell'articolo 10 appartenenti allo Stato ai sensi dell'articolo 91 è punito con la reclusione fino a tre anni e con la multa da euro 31 a euro 516,50.*”

*La pena è della reclusione da uno a sei anni e della multa da euro 103 a euro 1.033 se il fatto è commesso da chi abbia ottenuto la concessione di ricerca prevista dall'articolo 89”.*

<sup>(16)</sup> Occorre precisare che la condotta di impossessamento “*di beni culturali appartenenti allo Stato, in quanto rinvenuti nel sottosuolo o nei fondali marini*” nel testo approvato dalla Camera dei deputati non era contemplata, essendo, quindi, stata inserita dal Senato. L'inserimento non è causale, ma è volto ad evitare una lettura troppo formalistica che potesse dare adito a vuoti di tutela con riferimento alle condotte dei “*tombaroli*”.

c.p., dalla quale, tuttavia, se ne discosta sia con riferimento all'oggetto di tutela rappresentato dal "*bene culturale*" (e non dalla "*cosa mobile altrui*") sia con riferimento all'ampiezza della forbice edittale, significativamente aumentata (17).

In effetti, prima della formale introduzione della nuova fattispecie incriminatrice, la condotta di impossessamento di un bene culturale mobile altrui era presidiata dall'art. 624 c.p. e, qualora avesse interessato un bene di proprietà pubblica, dalla previsione aggravata di cui all'art. 625, comma 1, n. 7) c.p. (18), mentre quella di impossessamento di un bene appartenente allo Stato era tutelata dalla previsione di cui all'art. 176 D.Lgs. 42/2004.

Pertanto il Legislatore, per esigenze di armonizzazione e per unificare in una sola fattispecie tutte le condotte di impossessamento di beni culturali, ha introdotto la nuova previsione incriminatrice.

Brevemente, con riferimento alla condotta tipica, la fattispecie si realizza mediante la *sottrazione* e l'*impossessamento del bene culturale mobile altrui*, ossia mediante la privazione del soggetto passivo della disponibilità materiale della cosa (sottrazione) unitamente all'acquisizione della piena ed autonoma disponibilità materiale della stessa (impossessamento).

Con riferimento all'elemento soggettivo, la previsione richiede il *dolo* integrato dalla volontarietà della sottrazione e dell'impossessamento, unitamente alla consapevolezza del carattere culturale del bene e della sua altruità.

A proposito, invece, del nuovo reato di *Appropriazione indebita di beni culturali*, previsto dall'art. 518-ter c.p., la fattispecie punisce con la reclusione da uno a quattro anni e la multa da 516 a 1.500 Euro "*chiunque, per procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, si appropria di un bene culturale altrui di cui abbia, a qualsiasi titolo, il possesso*". Il comma 2, invece, prevede una circostanza aggravante qualora il fatto sia stato commesso su cose possedute a titolo di deposito (19).

Anche in questo caso il delitto di nuovo conio riproduce, quanto alla condotta tipica, la figura comune, differenziandosene però in tre aspetti non del tutto marginali: (i) come prevedibile, l'oggetto materiale del reato è integrato dal "*bene culturale*", (ii) la procedibilità è d'ufficio (20) e, da ultimo,

(17) Basti pensare che la fattispecie di furto di cui all'art. 624 c.p. prevede la pena della reclusione da sei mesi a tre anni e della multa da 154 a 516 Euro.

(18) La previsione di cui all'art. 625, comma 1, n. 7) c.p., costituendo una fattispecie penale autonoma del furto, prevede che "*la pena per il fatto previsto dall'art. 624 è della reclusione da due a sei anni e della multa da € 927 a € 1.5000: [...] 7) se il fatto è commesso su cose esistenti in uffici o stabilimenti pubblici, o sottoposte a sequestro o a pignoramento, o esposte per necessità o per consuetudine o per destinazione alla pubblica fede, o destinate a pubblico servizio o a pubblica utilità, difesa o reverenza*".

(19) Per completezza, si riporta il comma 2 dell'art. 518-ter c.p.: "*Se il fatto è commesso su cose possedute a titolo di deposito necessario, la pena è aumentata*".

(20) Per quanto riguarda, invece, la procedibilità della fattispecie di appropriazione indebita di cui all'art. 646 c.p., la procedibilità è, in generale, a querela di parte. Tuttavia, l'art. 649-bis c.p. (*Casi di procedibilità d'ufficio*) prevede che, qualora il fatto di appropriazione indebita sia aggravato ai sensi dell'art. 646, comma 2 c.p. (ossia su cose possedute a titolo di

(iii) il trattamento sanzionatorio è curiosamente più mite rispetto a quello previsto per la fattispecie di cui all'art. 646 c.p., in controtendenza al generale inasprimento sanzionatorio della riforma.

Con ogni probabilità si è trattato di un mancato coordinamento con le modifiche in punto di pena introdotte dalla Legge cd. Spazzacorrotti che, non senza riserve, ha innalzato la cornice edittale della fattispecie di appropriazione indebita, ad oggi fissata in una forbice da due a cinque anni di reclusione.

Detto distinguo potrebbe comportare problemi di ragionevolezza complessiva del sistema sanzionatorio per le due ipotesi di appropriazione indebita essendo il delitto di cui all'art. 518-ter c.p. punito meno severamente rispetto a quello di cui all'art. 646 c.p., nonostante l'interesse, spiccatamente pubblicistico, presidiato dal primo <sup>(21)</sup>.

#### 4. I reati di ricettazione, riciclaggio, impiego e autoriciclaggio di beni culturali.

Forse il nucleo più dirompente — e problematico — delle novità introdotte con la l. 22/2022 risiede nelle previsioni speciali di ricettazione, riciclaggio, impiego e autoriciclaggio di beni culturali (artt. 518-*quinquies* — 518-*septies* c.p.), tutte connotate dal carattere della culturalità del bene provento del reato che, secondo il Legislatore della riforma, ha richiesto un apparato sanzionatorio a sé stante, proporzionato al maggiore disvalore insito in condotte che ledono un bene giuridico superindividuale qual è, per l'appunto, il patrimonio culturale <sup>(22)</sup>.

Procedendo partitamente, la fattispecie di *Ricettazione di beni culturali*, prevista dall'art. 518-*quinquies* c.p., punisce con la reclusione da quattro a dieci anni e con la multa da 1.032 a 15.000 Euro — forbice edittale che conferma l'inasprimento sanzionatorio che ispira la riforma <sup>(23)</sup> — “fuori dei casi di concorso nel reato, chi, al fine di procurare a sé o ad altri un profitto,

---

deposito) o ai sensi dell'art. 61, n. 11) c.p. (ossia con abuso prestazione d'opera), la procedibilità sia d'ufficio “qualora ricorrano circostanze aggravanti ad effetto speciale ovvero se la persona offesa è incapace per età o per infermità o se il danno arrecato alla persona offesa è di rilevante gravità”.

<sup>(21)</sup> Dello stesso avviso, A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano. Rapporti con le fonti internazionali, problematiche applicative e prospettive di riforma*, in *Legislazione penale*, 19 dicembre 2021, p. 23.

<sup>(22)</sup> A tal proposito occorre svolgere una precisazione dovuta ad un mancato coordinamento delle nuove fattispecie di riciclaggio e autoriciclaggio di beni culturali con le novità introdotte dal D.Lgs. 195/2021, attuativo della Direttiva (UE) 2018/1673 sulla lotta al riciclaggio mediante il diritto penale. Invero, con tale riforma il Legislatore ha espunto la circostanza per cui il provento illecito debba provenire da “delitto non colposo” riconoscendo invece la possibilità che questo possa provenire, in generale, da un delitto ed anche da una contravvenzione.

<sup>(23)</sup> Basti pensare che la fattispecie comune di cui all'art. 648 c.p. prevede la pena della reclusione da due ad otto anni e della multa da 516 a 10.329 Euro.

*acquista, riceve od occulta beni culturali provenienti da un qualsiasi delitto, o comunque si intromette nel farli acquistare, ricevere od occultare”.*

La previsione prosegue individuando una circostanza aggravante nell'ipotesi in cui *“il fatto riguarda beni culturali provenienti dai delitti di rapina aggravata ai sensi dell'articolo 628, terzo comma, e di estorsione aggravata ai sensi dell'articolo 629, secondo comma”.*

Infine, l'ultimo comma prevede che *“le disposizioni del presente articolo si applicano anche quando l'autore del delitto da cui i beni culturali provengono non è imputabile o non è punibile ovvero quando manca una condizione di procedibilità riferita a tale delitto”.*

È evidente, ad un raffronto meramente testuale, che detta fattispecie di reato ricalca la previsione di ricettazione comune di cui all'art. 648 c.p., differenziandosene con riferimento all'oggetto materiale di tutela da individuarsi nel *“bene culturale”.*

Il delitto di *Ricettazione di beni culturali* è un reato a forma vincolata: ciò significa che la condotta incriminata è descritta in maniera dettagliata dalla previsione legislativa, potendo consistere nell'acquisto, nella ricezione o nell'occultamento di beni culturali provenienti da un qualsiasi delitto ovvero nell'intromissione per farli acquistare, ricevere od occultare.

Brevemente, la condotta di acquisto, dal contenuto semantico assai ampio, intercetta ogni attività negoziale, sia a titolo oneroso che a titolo gratuito, idonea al trasferimento del bene culturale nella sfera patrimoniale dell'acquirente.

Per ricezione si intende ogni acquisizione del bene culturale che comporti un materiale trasferimento della detenzione dello stesso, anche solo temporaneamente.

Infine, l'occultamento implica il nascondimento del bene culturale anche a carattere temporaneo, dopo averlo avuto.

Il Legislatore, inoltre, sanziona, in forma autonoma, anche la condotta di intermediazione nella ricettazione da parte di altra persona che consiste non solo nello svolgimento dell'attività di mediazione in senso civilistico, essendo sufficiente che il mediatore metta in contatto anche in modo non diretto le due parti per far acquistare il bene culturale, senza che ciò comporti che la refurtiva venga effettivamente acquistata o ricevuta, non importa se di buona o mala fede.

Con riferimento all'elemento soggettivo, è richiesto il *dolo* che consiste nella volontarietà nell'acquistare, ricevere, occultare od intromettersi e nella consapevolezza del carattere culturale del bene e della sua provenienza illecita.

A tal proposito, la giurisprudenza riconosce ampio spazio al dolo eventuale <sup>(24)</sup> nella fattispecie della ricettazione ordinaria e, *a fortiori*, è

<sup>(24)</sup> Si pensi, in particolare, alla pronuncia Cass. pen., Sez. Un., 26 novembre 2009, n. 23, Pres. GEMELLI, Rel. FIANDANESE che, a proposito del *“collezionista che di fronte all'offerta di*

prevedibile che detto spazio di operatività troverà applicazione anche nella fattispecie di nuovo conio. Difatti la peculiarità stessa dell'oggetto, un bene culturale, quindi un oggetto che, a mente dell'art. 10 D.Lgs. 42/2004, presenta un "interesse artistico, storico, archeologico o etnoantropologico", dovrebbe suscitare, in capo all'"uomo medio", quantomeno il sospetto sulla lecita provenienza del bene <sup>(25)</sup>, peraltro neutralizzabile operando gli opportuni accertamenti.

Indubbiamente detta fattispecie di reato troverà un'ampia applicazione nella prassi giudiziaria andando a sostituire tutte le precedenti contestazioni per ricettazione ordinaria ex art. 648 c.p. con un notevole innalzamento della pena e conseguenti importanti riflessi con riferimento anche alle scelte processuali adottabili.

Un innalzamento della pena che, com'è stato esattamente osservato <sup>(26)</sup>, finisce per ledere i principi di proporzionalità e ragionevolezza: si pensi al caso della ricettazione di un bene di modestissimo rilievo culturale e valore economico che potrebbe essere punita, ai sensi della nuova legge, con una pena minima di quattro anni di reclusione congiunta ad una multa di 1.032 Euro, e cioè con pene minime pari alla metà del massimo edittale della reclusione prevista per la ricettazione "comune" e al doppio della pena pecuniaria minima prevista per tale fattispecie.

Oltre alla fattispecie di Ricettazione di cui all'art. 518-*quater* c.p., il Legislatore ha introdotto anche le fattispecie di riciclaggio, impiego ed autoriciclaggio di beni culturali, plasmandole sulle previsioni ordinarie di cui agli

---

*un pezzo di pregio sia in dubbio sulla sua provenienza e, considerate le circostanze e le spiegazioni di chi glielo offre, si rappresenti la probabilità che sia di origine delittuosa, anche se non ne ha la certezza, e tuttavia non rinunci all'acquisto perché il suo interesse per il pezzo è tale che lo acquisterebbe anche se gli risultasse che per venirne in possesso chi glielo offre ha commesso un delitto.*

*In un comportamento del genere non c'è nulla di incauto; c'è la lucida volontà di dare soddisfazione al proprio interesse nella consapevolezza che molto probabilmente l'acquisto si risolve in una ricettazione [...].*

*[...] Occorrono per la ricettazione circostanze più consistenti di quelle che danno semplicemente motivo di sospettare che la cosa provenga da delitto, sicché un ragionevole convincimento che l'agente ha consapevolmente accettato il rischio della provenienza delittuosa può trarsi solo dalla presenza di dati di fatto inequivoci, che rendano palese la concreta possibilità di una tale provenienza. In termini soggettivi ciò vuol dire che il dolo eventuale nella ricettazione richiede un atteggiamento psicologico che, pur non attingendo il livello della certezza, si colloca su un gradino immediatamente più alto di quello del mero sospetto, configurandosi in termini di rappresentazione da parte dell'agente della concreta possibilità della provenienza della cosa da delitto.*

*Insomma perché possa ravvisarsi il dolo eventuale si richiede più di un semplice motivo di sospetto, rispetto al quale l'agente potrebbe avere un atteggiamento psicologico di disattenzione, di noncuranza o di un mero disinteresse; è necessaria una situazione fattuale di significato inequivoco, che imponga all'agente una scelta consapevole tra l'agire, accettando l'eventualità di commettere una ricettazione, e il non agire, perciò, richiamando un criterio elaborato in dottrina per descrivere il dolo eventuale, può ragionevolmente concludersi che questo rispetto alla ricettazione è ravvisabile quando l'agente, rappresentandosi l'eventualità della provenienza delittuosa della cosa, non avrebbe agito diversamente anche se di tale provenienza avesse avuta la certezza".*

<sup>(25)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., pp. 15-16.

<sup>(26)</sup> A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano*, cit., p. 19.

artt. 648-*bis*, 648-*ter* e 648-*ter*.1 c.p., ma prevedendo — come del resto per l'intero impianto normativo di nuovo conio — un innalzamento della cornice edittale, comunque già alquanto severa <sup>(27)</sup>.

In particolare, la fattispecie di *Riciclaggio di beni culturali*, prevista dall'art. 518-*sexies* c.p., punisce, con la reclusione da cinque a quattordici anni e con la multa da 6.000 a 30.000 Euro, “fuori dei casi di concorso, chiunque sostituisce o trasferisce beni culturali provenienti da delitto non colposo, ovvero compie in relazione ad essi altre operazioni, in modo da ostacolare l'identificazione della loro provenienza delittuosa”.

La previsione continua individuando una circostanza attenuante, al comma 2, secondo cui “la pena è diminuita se i beni culturali provengono da delitto per il quale è stabilita la pena della reclusione inferiore nel massimo a cinque anni”.

Al comma 3 è previsto che “le disposizioni del presente articolo si applicano anche quando l'autore del delitto da cui i beni culturali provengono non è imputabile o non è punibile ovvero quando manca una condizione di procedibilità riferita a tale delitto”.

È evidente, *prima facie*, che la fattispecie ricalca perfettamente il disposto letterale del riciclaggio comune di cui all'art. 648-*bis* c.p. nella sua precedente formulazione, ovvero sia prima dell'entrata in vigore del D.Lgs. 195/2021 che ha esteso la portata degli artt. 648-*bis* e 648-*ter*.1 c.p. anche ai delitti colposi, ampliando altresì il catalogo dei reati presupposto anche alle contravvenzioni.

Occorre anticipare che risulta assai complesso tracciare i confini di tipicità della condotta di riciclaggio, data la peculiarità dell'oggetto materiale.

Con riferimento specifico alle condotte tipiche, per *sostituzione* si intende pacificamente lo scambio del bene — in questo caso *culturale* — con un altro ovvero la trasformazione in un bene diverso <sup>(28)</sup>. Se, almeno in astratto, potrebbe risultare semplice assistere allo scambio di un bene culturale con un altro, ad esempio attraverso la sostituzione dell'originale con una copia per poi procedere alla sua vendita, più complesso è circoscrivere la condotta di trasformazione.

Infatti, occorre precisare che, in generale, i beni culturali non sono certamente beni fungibili, essendo, al contrario, caratterizzati da infungibilità e da una pregnanza identificativa intrinseca (basta pensare che nessuna opera d'arte è uguale ad un'altra, essendo ciascuna un pezzo unico), il cui valore deriva proprio dal carattere di originalità artistica e, pertanto, sono insuscettibili di essere alterati fisicamente nei loro dati esteriori — pena la

<sup>(27)</sup> Basti pensare che le fattispecie ordinarie presentano le seguenti cornici edittali: il riciclaggio (art. 648-*bis* c.p.) e l'impiego di denaro, beni o utilità di provenienza illecita (art. 648-*ter* c.p.) sono entrambi puniti con la pena della reclusione da quattro a dodici anni e della multa da 5.000 a 25.000 Euro, mentre l'autoriciclaggio (art. 648-*ter*.1 c.p.) è punito con la pena della reclusione da due a otto anni e della multa da 5.000 a 25.000 Euro.

<sup>(28)</sup> M. ZANCHETTI, *Il riciclaggio di denaro proveniente da reato*, Milano, 1997, pp. 360-361.

perdita di ogni valore — tranne in rarissimi casi riportati dalla cronaca (per esempio una pala d'altare tagliata in quattro per mascherarne l'origine e vendere le singole sezioni all'estero come singoli dipinti o un dipinto da cui viene asportata o rimossa materia pittorica in precedenza rappresentata sulla tela per impedire di risalire alla reale conformazione dell'opera e quindi alla provenienza da un furto<sup>(29)</sup>).

Tuttavia, trattandosi di reato a forma libera, l'operazione diretta a ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa — la trasformazione — ben può avvenire, secondo un consolidato orientamento della giurisprudenza di legittimità<sup>(30)</sup>, anche senza incidere fisicamente sul bene, mediante un'alterazione dei dati esteriori, bensì con un'operazione di "lecito-vestizione"<sup>(31)</sup> del bene tramite mutamento, anche solo formale o attraverso un'operazione fittizia<sup>(32)</sup>, della titolarità dello stesso<sup>(33)</sup> (*trasferimento*). Quindi potrebbe accadere, stando ad una simile definizione, che il mutamento della titolarità di un bene culturale possa integrare la nuova fattispecie di cui all'art. 518-*sexies* c.p., a condizione che la *res* appartenga al *patrimonio culturale dichiarato*, in caso contrario si rientrerebbe nella fattispecie comune di cui all'art. 648-*bis* c.p.

Non è facile pensare ad un caso di lecito-vestizione di un bene culturale proprio per i motivi anzidetti. Si potrebbe, per esempio, pensare alla pratica fraudolenta di presentare per la certificazione di importazione oggetti in realtà originari del territorio nazionale in modo da evitare che il bene possa essere assoggettato ai vincoli gravanti su cose riconducibili al patrimonio culturale nazionale<sup>(34)</sup>.

<sup>(29)</sup> In particolare, l'asportazione di materia pittorica era avvenuta attraverso l'assottigliamento o regolarizzazione e ridipintura di particolari pittorici di talché l'intervento non può essere considerato propriamente di restauro (e quindi finalizzato ad obiettivi conservativi o di miglioramento della presentazione estetica), bensì finalizzato ad impedire di risalire alla reale conformazione dell'opera.

<sup>(30)</sup> Con "tale disposizione, infatti, il legislatore ha voluto reprimere sia le attività che si esplicano sul bene trasformandolo o modificandolo parzialmente, sia quelle altre che, senza incidere sulla cosa ovvero senza alterarne i dati esteriori, sono comunque di ostacolo per la ricerca della provenienza delittuosa". Cfr. Cass. pen., Sez. II, 12.3.1997 (dep. 11.10.1997), n. 9209, Pres. D'ASARO, Rel. MORELLI in CED in G. DONADIO, *Commento all'art. 648-bis c.p.*, in *Codice penale, Rassegna di giurisprudenza e dottrina*, G. LATTANZI-E. LUPO (diretto da), 2016, p. 658. L'orientamento è costante: cfr. Cass. pen., Sez. II, 25.10.2005 (dep. 5.12.2005), n. 44305, Pres. NARDI, Rel. CARMENINI in *DeJure*: "Si configura il delitto di riciclaggio sia con la sostituzione della targa che con la manipolazione del numero di telaio di un'autovettura proveniente da delitto, perché entrambe le condotte costituiscono operazioni tese ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa dell'autovettura"; Cass. pen., Sez. II, 13.10.2009 (dep. 18.11.2009), n. 44043, Pres. CARMENINI, Rel. MANNA in *DeJure* secondo cui: "Per costante giurisprudenza di questa Suprema Corte (da cui non si ravvisa motivo di discostarsi) integra il delitto di riciclaggio la condotta del soggetto che, per occultare la provenienza delittuosa di un'autovettura, ne alteri in tutto o in parte gli identificativi (targhe, numero di telaio, documenti di circolazione)".

<sup>(31)</sup> Cfr. M. ZANCHETTI, *Il riciclaggio*, cit., p. 360.

<sup>(32)</sup> A. M. DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti e sistema penale*, Torino, 2017, p. 106; F. MANTOVANI, *Diritto penale, Parte speciale, vol. II, Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2016, p. 283.

<sup>(33)</sup> A. M. DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti e sistema penale*, cit., pp. 106-107.

<sup>(34)</sup> Di tale prassi riferisce P.G. FERRI, *Uscita o esportazioni illecite*, in A. MANNA (a cura di), *Il Codice dei beni culturali e del paesaggio. Gli illeciti penali*, Milano, 2005, p. 168.

In tema di beni archeologici, nella giurisprudenza di merito è stata ritenuta esistente la fattispecie di riciclaggio in un caso in cui prima di arrivare agli acquirenti finali i materiali scavati clandestinamente venivano sottoposti ad un “lavaggio freddo”<sup>(35)</sup> per cancellare le tracce della loro provenienza illecita e dotarli di un falso *pedigree*, attraverso una serie di compravendite vere o fittizie, con dichiarazioni e documentazioni false o illusorie, come il fittizio inserimento in una collezione ben nota ed una serie di “triangolazioni” che consentissero il riciclaggio del materiale archeologico ricettato e la sua vendita a terzi, soprattutto musei esteri, facendone apparire una fittizia provenienza legittima<sup>(36)</sup>.

In ogni caso va osservato che l'ulteriore innalzamento delle pene rispetto alle fattispecie comuni, considerata la già elevatissima severità del quadro sanzionatorio previgente per le fattispecie comuni<sup>(37)</sup>, appare assolutamente ingiustificato, anche considerando il concorso delle circostanze aggravanti speciali inserite nel nuovo testo: non si comprende infatti perché il riciclaggio di beni culturali dovrebbe essere considerato più grave di quello dei proventi del traffico di stupefacenti ovvero del sequestro di persona a scopo di estorsione.

Con riferimento, da ultimo, all'*impiego*, condotta rilevante solo ai fini delle fattispecie di cui agli artt. 518-*quinquies* c.p. e 518-*septies* c.p., quest'ultima, operando quale clausola omnicomprendiva, comprende ogni ipotesi di utilizzo del bene ai fini di profitto<sup>(38)</sup>.

La medesima perplessità opera anche con riferimento ai reati di *Impiego di beni culturali provenienti da delitto*<sup>(39)</sup> (art. 518-*quinquies* c.p.) e di *Autoriciclaggio di beni culturali*<sup>(40)</sup> (art. 518-*septies* c.p.).

<sup>(35)</sup> “Il sistema era molto semplice, una vera e propria catena di montaggio: prima i tombaroli sul luogo di origine, poi gli intermediari locali, seguiti dai mercanti in Svizzera per il deposito e la confezione di documentazione falsa, infine i dealer più potenti, ricchi e famosi che portavano gli oggetti negli USA per venderli ai Musei, loro clienti da sempre”. Cfr. Trib. Roma, Ufficio GUP, 13 dicembre 2004, proc. pen. n. 3553/2001 R.G. GIP.

<sup>(36)</sup> Aderendo di fatto a detto orientamento giurisprudenziale di recente la Corte di cassazione, seppur in un caso completamente diverso, ha ritenuto integrare la condotta di riciclaggio la sostituzione furtiva del *microchip* di un cane, elemento identificativo dell'animale e del suo proprietario. Quindi andando a sostituire la medaglietta elettronica identificativa di un determinato animale con quella di un altro, si sarebbe resa non individuabile la provenienza delittuosa del cane stesso. Cfr. Cass. pen., Sez. II, 11 febbraio 2022 (dep. 21 marzo 2022), n. 9533, Pres. DIOTALLEVI, Rel. DI PISA in *DeJure*.

<sup>(37)</sup> Si leggano sul punto le assolutamente condivisibili considerazioni di A. M. DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti e sistema penale*, cit., pp. 133 e ss.

<sup>(38)</sup> A. M. DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti*, cit., p. 195.

<sup>(39)</sup> Art. 518-*quinquies* c.p. (*Impiego di beni culturali provenienti da delitto*): “Chiunque, fuori dei casi di concorso nel reato e dei casi previsti dagli articoli 518-*quater* e 518-*sexies*, impiega in attività economiche o finanziarie beni culturali provenienti da delitto è punito con la reclusione da cinque a tredici anni e con la multa da 6.000 euro 30.000.

Le disposizioni del presente articolo si applicano anche quando l'autore del delitto da cui i beni culturali provengono non è imputabile o non è punibile ovvero quando manca una condizione riferita a tale delitto”.

<sup>(40)</sup> Art. 518-*septies* c.p. (*Autoriciclaggio di beni culturali*): “Chiunque, avendo commesso o concorso a commettere un delitto non colposo, impiega, sostituisce, trasferisce, in attività economiche, finanziarie, imprenditoriali o speculative, beni culturali provenienti dalla commissione di tale delitto, in modo da ostacolare concretamente l'identificazione della loro

In materia di autoriciclaggio è opportuno notare che si pongono dei peculiari problemi legati alla natura dei beni, già affrontati da dottrina e giurisprudenza con riguardo alla fattispecie comune. Si tratta, in particolare, della clausola di esclusione della punibilità prevista dall'art. 648-ter.1, comma 4 c.p. secondo cui *“Fuori dai casi di cui ai commi precedenti, non sono punibili le condotte per cui il denaro, i beni o le altre utilità vengono destinate alla mera utilizzazione o al godimento personale”*.

Orbene è noto che i beni archeologici e le opere d'arte possono essere acquistate sia per godimento personale da un collezionista sia quale investimento da parte di un privato che, infine, per farne commercio da parte di un mercante d'arte.

Si pone, dunque, un rilevante problema applicativo in quanto appare assai arduo distinguere tra chi è animato solo dall'intento di godere personalmente del bene oggetto di autoriciclaggio e chi, invece, intenda fare un investimento oppure si proponga di farne oggetto di commercio: è noto, infatti, che molti collezionisti in realtà operino anche come mercanti d'arte o comunque che dopo un certo numero di anni, per far salire le quotazioni di un'opera, decidano di venderla per effettuare altri acquisti.

La risoluzione del quesito dipende innanzitutto dallo stabilire se la natura personale dell'uso o del godimento delle cose di provenienza delittuosa vada interpretata in senso *“immediato e restrittivo”* secondo una lettura analitica ovvero in senso *“mediato ed estensivo”* in forza di una lettura sintetica dei comportamenti dell'agente<sup>(41)</sup>. Nel primo caso il soggetto agente andrà esente da responsabilità penale solo ove utilizzi o goda dei beni, provenienti dal delitto presupposto, in maniera diretta e senza che compia su di essi operazioni volte ad ostacolarne l'identificazione della loro provenienza delittuosa<sup>(42)</sup>, mentre nel secondo caso le condotte penalmente rilevanti saranno solamente quelle che indirizzano i proventi delittuosi verso attività economiche.

Il tema è stato oggetto di un acceso confronto in sede dottrinale e giurisprudenziale anche perché *“l'infelice”* incipit *“Fuori dai casi di cui ai*

---

*provenienza delittuosa, è punito con la reclusione da tre a dieci anni e con la multa da euro 6.000 a euro 30.000.*

*Se i beni culturali provengono dalla commissione di un delitto non colposo, punito con la reclusione inferiore nel massimo a cinque anni, si applicano la reclusione da due a cinque anni e la multa da euro 3.000 a euro 15.000.*

*Fuori dei casi di cui ai commi primo e secondo, non sono punibili le condotte per cui i beni vengono destinati alla mera utilizzazione o al godimento personale.*

*Si applica il terzo comma dell'articolo 518-quater”.*

<sup>(41)</sup> G. CIVELLO, *Autoriciclaggio: teoria e prassi*, Torino, 2022, p. 292 e s.; ci si permette anche di rinviare a S. CAVALLINI, L. TROYER, *Apocalittici o integrati? Il nuovo reato di riciclaggio: ragionevoli sentieri ermeneutici all'ombra del “vicino ingombrante”*, in *Diritto penale contemporaneo*, 23 gennaio 2015, p. 12 e ss.

<sup>(42)</sup> E. BASILE, *Autoriciclaggio, “mera utilizzazione” e “godimento personale”: soluzione di un enigma solo apparente*, *Giurisprudenza italiana*, 2018, 12, p. 2747.

*commi precedenti*” non solo non aiuta a sciogliere i dubbi interpretativi, bensì ne aggiunge di altri <sup>(43)</sup>.

In dottrina sono emerse due posizioni contrastanti circa il significato di tale clausola.

Secondo una prima tesi la norma andrebbe interpretata seguendo il significato palese delle parole utilizzate dal Legislatore <sup>(44)</sup>. Se ne dovrebbe così dedurre che, a livello semantico, la clausola “*fuori dai casi di cui ai commi precedenti*” starebbe ad indicare una fattispecie autonoma e diversa rispetto a quelle indicate nei commi precedenti. Di conseguenza, detta clausola, data la sua natura autonoma, avrebbe una funzione meramente interpretativa “*proprio perché alle medesime conclusioni si sarebbe potuti pervenire anche senza di essa sulla base di una semplice interpretazione a contrario*” <sup>(45)</sup>. Del resto, dal momento che il comma primo dell’art. 648-ter.1 c.p. punisce l’impiego, la sostituzione, il trasferimento in attività economiche, finanziarie, imprenditoriali o speculative del denaro, dei beni o delle altre utilità provenienti dalla commissione del delitto presupposto, si sarebbe comunque arrivati a non punire le condotte di mero utilizzo o godimento di cui al comma 4 poiché non ricomprese nel primo comma.

Accanto a questa prima tesi restrittiva e di stretta interpretazione, ve n’è una seconda di natura estensiva, che prende le mosse dall’obiezione secondo cui argomentando in tal senso si renderebbe del tutto superflua la previsione del comma quarto. Al contrario si dovrebbe concludere che occorrerebbe leggere la clausola nel senso di “*nei casi di cui ai commi precedenti*”, sul presupposto di un evidente *lapsus calami* del Legislatore.

Secondo tale interpretazione, dunque, anche se il soggetto dovesse tenere le condotte previste dal primo comma della previsione, lo stesso risulterebbe non punibile ove, a seguito di tali condotte, seguisse un mero utilizzo o godimento strettamente personale.

Senonché, pur a prescindere dal fatto che il tema era stato espressamente portato all’attenzione del Senato da Lanzi durante un’audizione del disegno di legge che ha introdotto l’autoriciclaggio <sup>(46)</sup>, oltre al *lapsus calami* del Legislatore bisognerebbe ipotizzare anche una vera e propria amnesia localizzata, sintomo di una possibile instabilità psichica del Legislatore stesso

<sup>(43)</sup> G. CIVELLO, *Autoriciclaggio: teoria e prassi*, cit., p. 286.

<sup>(44)</sup> I. CARACCIOLI, *Incerta definizione del reato di riciclaggio*, ne *Il Fisco*, 2014, p. 356; A. CIRAULO, voce *Autoriciclaggio*, in *Dig. disc. pen.*, IX agg., Torino, 2016, p. 130.

<sup>(45)</sup> Si veda, testualmente, Cass. pen., Sez. II, 7 giugno 2018 (dep. 5 luglio 2018), n. 30399, Pres. DAVIGO, Rel. RAGO, con nota di E. BASILE, *Autoriciclaggio, “mera utilizzazione” e “godimento personale”: soluzione di un enigma solo apparente*, *Giurisprudenza italiana*, 2018, 12, pp. 2721 ss.

<sup>(46)</sup> Come ricorda A. DELL’OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti*, cit., p. 206 così si era espresso il PROF. A. LANZI in aula “*Non ha alcun senso giuridico, poi, l’incipit, di cui al quarto comma dell’art. 648-ter.1: infatti ‘fuori dei casi’ di previsione del delitto, evidentemente non c’è delitto! Bisognerebbe sostituirlo con l’affermazione inequivoca ‘in ogni caso non sono punibili [...]’.*”

che richiederebbe una paradossale indagine psicanalitica <sup>(47)</sup> dell'inconscio collettivo dell'organo legislativo.

La giurisprudenza di legittimità ha deciso di aderire al primo orientamento dottrinale <sup>(48)</sup>.

La Suprema Corte ha ritenuto che non si potrebbe interpretare la dicitura utilizzata dal Legislatore *“fuori dai casi di cui ai commi precedenti”* con la diversa locuzione *“nei casi di cui ai commi precedenti”* in quanto sarebbe un'operazione semantico-letterale che stravolgerebbe il significato proprio della norma, incorrendo così in una violazione del canone interpretativo di cui all'articolo 12 delle Preleggi.

Secondo la Corte di cassazione la condotta di cui al comma quarto dell'art. 648 *ter.1* c.p. sarebbe completamente differente da quella descritta al comma primo. La *“destinazione”* alla *“mera utilizzazione o al godimento personale”* prevista dal comma quarto sottintenderebbe un uso diretto, da parte dell'agente, dei beni provento del delitto presupposto e l'assenza di qualsiasi attività volta ad ostacolare concretamente l'identificazione della provenienza delittuosa del bene.

A questa seconda deduzione si dovrebbe pervenire in quanto la norma, nello statuire che il soggetto si debba limitare a *“destinare”* direttamente i beni ad esigenze *“personali”*, implicherebbe il fatto che la condotta successiva al reato presupposto non possa essere caratterizzata da comportamenti deceptivi, in quanto il soggetto non avrebbe la necessità *“giuridica”* di ostacolare concretamente l'identificazione della provenienza delittuosa dei beni.

Sempre secondo la giurisprudenza di legittimità, la soluzione così prospettata sarebbe coerente con l'intento legislativo: secondo la Suprema Corte, infatti, il Legislatore mediante l'introduzione del reato di autoriciclaggio, ha avuto come obiettivo quello di andare a sterilizzare il profitto conseguito dal reato presupposto. Risulterebbe così del tutto paradossale non consentire al soggetto agente di tenere la condotta propria dell'autoriciclaggio per poi invece consentirgli di usufruire della clausola di non punibilità, sancita dal quarto comma, per il solo fatto di averne fatto successivamente un uso personale (situazione che invece si renderebbe possibile ove si decidesse di seguire la seconda prospettiva dottrinale sopra delineata).

La causa di non punibilità, introdotta con il comma quarto, sarebbe dunque finalizzata ad impedire la violazione del divieto di *ne bis in idem*, solo a condizione che l'agente si limiti al mero utilizzo e godimento dei beni provento del delitto presupposto, senza porre in essere alcuna condotta volta ad ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del bene.

Tale, dunque, è il principio di diritto statuito dalla Suprema Corte: *“la clausola di non punibilità prevista nel comma quarto dell'art. 648 ter.1 cod. pen. a norma della quale “Fuori dei casi di cui ai commi precedenti [...]” va*

<sup>(47)</sup> Lo spunto è preso dall'arguta considerazione di E. BASILE, *Autoriciclaggio, “mera utilizzazione” e “godimento personale”*, cit., p. 2745.

<sup>(48)</sup> Cass. pen., Sez. II, 7 giugno 2018 (dep. 5 luglio 2018), n. 30399, cit.

*intesa ed interpretata nel senso fatto palese dal significato proprio delle suddette parole e cioè che la fattispecie ivi prevista non si applica alle condotte descritte nei commi precedenti. Di conseguenza, l'agente può andare esente da responsabilità penale solo e soltanto se utilizzi o goda dei beni proventi del delitto presupposto in modo diretto e senza che compia su di essi alcuna operazione atta ad ostacolare concretamente l'identificazione della loro provenienza delittuosa” (49).*

## 5. Falsificazione in scrittura privata relativa a beni culturali.

La previsione di cui all'art. 518-septies c.p., *Falsificazione in scrittura privata relativa a beni culturali*, punisce, con la reclusione da uno a quattro anni, “*chiunque forma, in tutto o in parte, una scrittura privata falsa o, in tutto o in parte, altera, distrugge, sopprime od occulta una scrittura privata vera, in relazione a beni culturali mobili, al fine di farne apparire lecita la provenienza*”.

Al comma 2, invece, è prevista una diminuzione della pena da otto mesi a due anni e otto mesi per “*chiunque fa uso della scrittura privata di cui al primo comma, senza aver concorso nella sua formazione o alterazione*”.

A proposito di detto illecito, di nuovo conio, occorre svolgere una precisazione (50).

In materia di documentazione della provenienza dei beni culturali, l'art. 63, comma 2 D.Lgs. 42/2004 (51) prevede, in capo a chi eserciti il commercio di

(49) Autorevole dottrina ha accolto in maniera favorevole tale sentenza osservando, tuttavia, che nonostante il contributo di chiarezza fornito da questo primo approdo ermeneutico di natura giurisprudenziale, rimangono aperti altri fronti interpretativi riguardo al delitto di autoriciclaggio. Si veda, più diffusamente, E. BASILE, *Autoriciclaggio, “mera utilizzazione” e “godimento personale”*, cit., pp. 2741 ss.

Infatti, non è stata ancora compiutamente risolta la distinzione tra impieghi economici illeciti (previsti dal primo comma dell'articolo) e impieghi personali leciti (previsti invece dal quarto comma dell'articolo), distinzione questa che segna il confine tra illecito e lecito, tra punibile e non punibile.

Secondo tale Autore si potrebbe superare questa problematica concentrandosi maggiormente sul disvalore di azione del delitto di autoriciclaggio attribuendo in tal modo “*centralità al profilo di potenziale ostacolo al c.d. paper trail, costituente il centro di gravità dell'offesa non tanto per “l'economia pulita” quanto per l'amministrazione della giustizia.*”, con una conseguente restrizione del perimetro di rilevanza penale della condotta di autoriciclaggio in contesti economici leciti alle condotte particolarmente insidiose che impediscono l'identificazione dell'origine del bene.

Il Legislatore in questo senso si sarebbe limitato ad introdurre nella fattispecie normativa, alcune definizioni con carattere presuntivo sull'attitudine decettiva di tali comportamenti, lasciando tuttavia in capo al giudice l'obbligo di accertare che il fatto si sia realizzato in modo da ostacolare l'identificazione della provenienza delittuosa del bene.

Se ne dovrebbe dedurre allora che le definizioni contenute nel primo comma vadano intese come presunzioni di comportamenti decettivi, mentre la clausola presente nel quarto comma andrebbe interpretata come presunzione relativa di liceità della mera utilizzazione o godimento personale.

(50) A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano*, cit., pp. 35 ss.

(51) Art. 63, comma 2 D.Lgs. 42/2004 (*Obbligo di denuncia dell'attività commerciale e di*

antichità soggette a controlli di esportazioni, l'obbligo di inserire, nel registro previsto dal R.D. 773/1931 (TULPS), annotazioni giornaliera di ciascuna operazione, comprensive di una descrizione delle caratteristiche degli oggetti (oltre che dell'identità della controparte *ex art.* 128 TULPS).

L'omissione nell'espletamento della procedura sopra descritta integra l'illecito amministrativo di cui all'art. 17-*bis*, comma 3 TULPS<sup>(52)</sup>, mentre la falsificazione del registro la fattispecie di cui all'art. 484 c.p., *Falsità in registri e notificazioni*<sup>(53)</sup>.

Oltre a detto obbligo di annotazione giornaliera, l'art. 64 D.Lgs. 24/2004 prevede che chi esercita il commercio di opere d'arte e di antichità debba fornire all'acquirente, oltre alla documentazione circa l'autenticità o la probabile attribuzione, la documentazione attestante la provenienza del bene o, in mancanza, una dichiarazione contenente tutte le informazioni disponibili. In tal caso, una eventuale falsità — almeno prima dell'introduzione della l. 22/2022 e, di riflesso, della fattispecie penale *de quo* — avrebbe integrato il reato di cui all'art. 485 c.p. (*Falsità in scrittura privata*), oggi integrante un illecito di natura civile.

Tuttavia, il Legislatore, sia in ottemperanza alle indicazioni della Convenzione di Nicosia sia animato dallo spirito di criminalizzazione di tutte quelle condotte lesive del patrimonio culturale, ha introdotto questa nuova fattispecie di reato, caratterizzata da un trattamento sanzionatorio indubbiamente molto elevato, per un'ipotesi non solo di rara manifestazione nella prassi, ma che, fino al 23 marzo 2022, era assistita da una sanzione civile<sup>(54)</sup>.

---

*tenuta del registro. Obbligo di denuncia della vendita o dell'acquisto di documenti*): “2. Coloro che esercitano il commercio delle cose indicate al comma 1 annotano giornalmente le operazioni eseguite nel registro prescritto dalla normativa in materia di pubblica sicurezza, descrivendo le caratteristiche delle cose medesime. Il registro è tenuto in formato elettronico con caratteristiche tecniche tali da consentire la consultazione in tempo reale al soprintendente ed è diviso in due elenchi: un primo elenco relativo alle cose per le quali occorre la presentazione all'ufficio di esportazione; un secondo elenco relativo alle cose per le quali l'attestato è rilasciato in modalità informatica senza necessità di presentazione della cosa all'ufficio di esportazione, salva la facoltà del soprintendente di richiedere in ogni momento che taluna delle cose indicate nel secondo elenco gli sia presentata per un esame diretto. Con decreto adottato dal Ministro di concerto con il Ministro dell'interno sono definiti i limiti di valore al di sopra dei quali è obbligatoria una dettagliata descrizione delle cose oggetto delle operazioni commerciali”.

<sup>(52)</sup> Art. 17-*bis*, comma 3 TULPS: “3. Le violazioni alle disposizioni di cui agli articoli 76, salvo quanto previsto nel comma 1, 81, 83, 84, 108, 113, quinto comma, 120, salvo quanto previsto nel comma 1, 126, 128, [escluse le attività previste dall'art. 126,] 135, escluso il comma terzo e salvo quanto previsto nel comma 1, e 147 sono soggette alla sanzione amministrativa del pagamento di una somma da euro 154 ad euro 1.032”.

<sup>(53)</sup> La fattispecie di cui all'art. 484 c.p. punisce, con la reclusione fino a due anni, “chiunque attesta falsamente al pubblico ufficiale, in un atto pubblico, fatti dei quali l'atto è destinato a provare la verità. Se si tratta di false attestazioni in atti dello stato civile, la reclusione non può essere inferiore a tre mesi”.

<sup>(54)</sup> Alcuni ritengono che l'azione del Legislatore debba essere letta nell'ottica di applicare, anche a detta fattispecie, gli strumenti di cooperazione UNTOC, permettendone la qualificazione come “reato grave” ai sensi dell'art. 2, lett. b) della stessa. Cfr. A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano*, cit. p. 36.

## 6. Violazioni in materia di alienazione di beni.

La previsione di cui all'art. 518-*novies* c.p. (*Violazioni in materia di alienazione di beni*) punisce con la reclusione da sei mesi a due anni e con la multa da 2.000 a 80.000 Euro, “1) chiunque, senza la prescritta autorizzazione, aliena o immette sul mercato beni culturali; 2) chiunque, essendovi tenuto, non presenta, nel termine di trenta giorni, la denuncia degli atti di trasferimento della proprietà o della detenzione di beni culturali; 3) l'alienante di un bene culturale soggetto a prelazione che effettua la consegna della cosa in pendenza del termine di sessanta giorni dalla data di ricezione della denuncia di trasferimento”.

La fattispecie ricalca la previsione di cui all'art. 173 D.Lgs. 42/2004, differenziandosene, anche in questo caso, unicamente con riferimento alla cornice edittale <sup>(55)</sup>.

Procedendo analiticamente all'analisi della fattispecie di reato, l'attuale n. 1) punisce la condotta di colui che non richiede la prescritta autorizzazione per alienare o immettere sul mercato beni culturali.

Nella versione presente nel D.Lgs. 42/2004 era inserito il richiamo agli artt. 55 e 56 del D.Lgs. 42/2004 ossia agli immobili appartenenti al demanio culturale (art. 55) e alle altre cose la cui alienazione è soggetta ad autorizzazione (art. 56), oggi espunto e sostituito con la generica indicazione di “*beni culturali*”.

Si tratta di un reato di pericolo astratto ove il bene giuridico tutelato dalla norma incriminatrice è da ricercarsi nell'interesse pubblico alla tutela, valorizzazione e fruizione dei beni culturali che, al contrario, risulterebbe astrattamente posta in pericolo laddove si verificasse una alienazione non autorizzata <sup>(56)</sup>. Pertanto, per evitare ciò, la decisione circa l'alienabilità dei beni è lasciata in capo unicamente al Ministero per i beni e le attività culturali a mente dell'art. 54 del Decreto.

Proseguendo, la fattispecie di reato prevista dal n. 2) dell'art. 518-*novies* c.p. punisce la condotta di colui che non presenta alla competente autorità la denuncia degli atti di trasferimento della proprietà o della detenzione di beni culturali. In tal caso, la previsione incriminatrice ricalca pedissequamente la previgente contenuta nel Decreto, con la esplicitazione del termine — di trenta giorni — entro il quale effettuare la denuncia, prima indicato attraverso il rinvio alla previsione di cui all'art. 59, comma 2 del Decreto <sup>(57)</sup>.

<sup>(55)</sup> La previsione di cui all'art. 173 D.Lgs. 42/2004 prevede la reclusione fino ad un anno e la multa a 1.549,50 a 77.469 Euro.

<sup>(56)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 18.

<sup>(57)</sup> Art. 59, comma 2 D.Lgs. 42/2004 (*Denuncia di trasferimento*): “[...] 2. La denuncia è effettuata entro trenta giorni:

a) dall'alienante o dal cedente la detenzione, in caso di alienazione a titolo oneroso o gratuito o di trasferimento della detenzione;

b) dall'acquirente, in caso di trasferimento avvenuto nell'ambito di procedure di vendita forzata o fallimentare ovvero in forza di sentenza che produca gli effetti di un contratto di alienazione non concluso;

La fattispecie fa riferimento alla omessa denuncia di qualsiasi atto di trasferimento — anche *mortis causa* — della proprietà o della detenzione di beni culturali, non solo a titolo oneroso, al fine di rispondere ad una esigenza di conoscenza e tracciabilità per ragioni di tutela generale <sup>(58)</sup>.

Problematica potrebbe risultare l'applicazione della previsione con riferimento al trasferimento di beni immobili vincolati, la cui denuncia di trasferimento è fondamentale per consentire allo Stato di esercitare — nel caso di alienazione a titolo oneroso — la prelazione <sup>(59)</sup>. Quanto alla possibilità di conoscere il titolare del bene, la Soprintendenza può conoscere l'identità del nuovo proprietario e acquisire le informazioni di cui alla denuncia <sup>(60)</sup> ricorrendo al potere ispettivo, alla collaborazione dei comuni e ai controlli informatici diretti con la Conservatoria.

Un'ipotesi di frequente realizzazione nella prassi è la presentazione della denuncia in ritardo, anche in considerazione dei brevi termini previsti *ex lege*. Detto ritardo, comunque di per sé sufficiente ad integrare la fattispecie di reato — che si ricorda essere un reato di pericolo astratto — sarebbe comunque inidoneo a pregiudicare le ragioni dello Stato e quindi l'avvio del procedimento di prelazione che, infatti, si avvierebbe comunque.

Ad ogni modo, quantomeno sul versante dell'elemento soggettivo, la denuncia, ancorché in ritardo, escluderebbe in radice la sussistenza del dolo richiesto dalla fattispecie.

Da ultimo, la fattispecie di reato prevista al n. 3) dell'art. 518-*novies* c.p. punisce la consegna del bene culturale soggetto alla procedura di prelazione da parte dello Stato nelle more del termine di sessanta giorni dalla ricezione della denuncia di trasferimento di cui all'art. 59, comma 2 del Decreto.

Anche in questo caso, la fattispecie incriminatrice ricalca perfettamente quella previgente, con la sola esplicitazione del termine prima indicato, ancora una volta, attraverso la tecnica del rinvio.

Il divieto di alienazione è dovuto essenzialmente al fatto che l'atto negoziale è sottoposto ad una condizione sospensiva data dall'esercizio, da parte dello Stato, del proprio diritto di prelazione (art. 61, comma 4 D.Lgs. 42/2004 <sup>(61)</sup>). Qualora ciò non dovesse verificarsi, il contratto andrebbe a spiegare i propri effetti e, pertanto, il trasferimento andrebbe a perfezionarsi.

*c) dall'eredità o dal legatario, in caso di successione a causa di morte. Per l'eredità, il termine decorre dall'accettazione dell'eredità o dalla presentazione della dichiarazione ai competenti uffici tributari; per il legatario, il termine decorre dalla comunicazione notarile prevista dall'articolo 623 del codice civile, salva rinuncia ai sensi delle disposizioni del codice civile. [...]*

<sup>(58)</sup> Tribunale Napoli, Sez. I, 05/05/2014, n.7255 in *DeJure*.

<sup>(59)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 18.

<sup>(60)</sup> Art. 59, comma 4 D.Lgs. 42/2004: "4. La denuncia contiene: a) i dati identificativi delle parti e la sottoscrizione delle medesime o dei loro rappresentanti legali; b) i dati identificativi dei beni; c) l'indicazione del luogo ove si trovano i beni; d) l'indicazione della natura e delle condizioni dell'atto di trasferimento; e) l'indicazione del domicilio in Italia delle parti ai fini delle eventuali comunicazioni previste dal presente Titolo".

<sup>(61)</sup> Art. 61, comma 4 D.Lgs. 42/2004: "[...] 4. In pendenza del termine prescritto dal comma 1 l'atto di alienazione rimane condizionato sospensivamente all'esercizio della prelazione e all'alienante è vietato effettuare la consegna della cosa. [...]". G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 18.

## 7. Importazione ed esportazione illecita di beni culturali.

Il reato di *Importazione illecita di beni culturali*, previsto dall'art. 518-*decies* c.p., punisce, con la reclusione da due a sei anni e con la multa da 258 a 5.165 Euro, la condotta di chi, fuori dei casi di concorso nei reati di ricettazione, impiego, riciclaggio e autoriciclaggio di beni culturali, “*importa beni culturali provenienti da delitto ovvero rinvenuti a seguito di ricerche svolte senza autorizzazione, ove prevista dall'ordinamento dello Stato in cui il rinvenimento ha avuto luogo, ovvero esportati da un altro Stato in violazione della legge in materia di protezione del patrimonio culturale in quello Stato*”.

È importante notare come il Legislatore della riforma abbia attribuito autonoma rilevanza penale alla fattispecie di importazione illecita, prima ricondotta entro l'alveo del contrabbando, espediente rispetto al quale sono state sollevate non poche perplessità dal momento che dette previsioni tutelano beni giuridici intrinsecamente diversi dal patrimonio culturale (interessi finanziari dello Stato e dell'Unione Europea) <sup>(62)</sup>.

L'introduzione del nuovo delitto è stata, inoltre, sollecitata dalla Convenzione di Nicosia che, all'art. 5, ha invitato gli Stati firmatari, laddove non fossero già esistite sanzioni penali efficaci, proporzionate e dissuasive, a prevedere l'obbligo di rendere reato — se realizzato intenzionalmente — l'importazione di beni culturali rubati in un altro Stato, ottenuti a seguito di scavi o trattiene nelle circostanze dell'articolo 4, oppure esportati in violazione della legge dello Stato che li ha classificati o definiti come bene culturale <sup>(63)</sup>.

Differentemente dall'importazione, la previsione di *Uscita o esportazione illecite di beni culturali* di cui all'art. 518-*undecies* c.p. altro non è che la condotta precedentemente prevista all'art. 174 D.Lgs. 42/2004.

Il Legislatore, dunque, punisce con la reclusione da due a otto anni e con la multa fino a 80.000 Euro, colui che “*trasferisce all'estero beni culturali, cose di interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, bibliografico, documentale o archivistico o altre cose oggetto di specifiche disposizioni di tutela ai sensi della normativa sui beni culturali, senza attestato di libera circolazione o licenza di esportazione*”.

Al comma 2 il Legislatore estende il medesimo trattamento sanzionatorio di cui al comma 1 a colui che “*non fa rientrare nel territorio nazionale, alla scadenza del termine, beni culturali, cose di interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, bibliografico, documentale o archivistico o altre cose oggetto di specifiche disposizioni di tutela ai sensi della normativa sui beni culturali, per i quali siano state autorizzate l'uscita o l'esportazione tempora-*

<sup>(62)</sup> A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano*, cit., pp. 31-32.

<sup>(63)</sup> Ad ogni modo, l'art. 5 della Convenzione di Nicosia esclude espressamente l'obbligo di incriminazione in capo allo Stato laddove siano previste sanzioni di natura non penale efficaci, proporzionate e dissuasive.

*nee, nonché nei confronti di colui che rende dichiarazioni mendaci al fine di comprovare al competente ufficio di esportazione, ai sensi di legge, la non assoggettabilità di cose di interesse culturale ad autorizzazione all'uscita dal territorio nazionale”.*

Pertanto, la previsione punisce due condotte tra loro alternative: (i) l'esportazione al di fuori della UE o il trasferimento oltre i confini doganali italiani di beni culturali o cose di interesse culturale senza rispettivamente la licenza di esportazione o l'attestato di libera circolazione (ii) il mancato rientro sul territorio nazionale del bene culturale alla scadenza del termine per cui è stata concessa l'autorizzazione all'uscita.

Come è evidente, la normativa codicistica necessita di essere integrata con le previsioni amministrative di cui al D.Lgs. 42/2004 (profondamente modificate ad opera della l. 124/2017) in materia di esportabilità dei beni culturali sul fronte della tipicità della fattispecie.

Da ultimo, occorre considerare che il Senato è intervenuto sulla fattispecie di cui all'art. 518-*undecies* c.p. in punto di trattamento sanzionatorio. Invero, in origine, il Legislatore aveva previsto la pena della reclusione da uno a quattro anni o, in alternativa, la multa da 258 a 5.165 Euro. Detta cornice edittale, qualora non fosse stata oggetto di emendamento, con ogni probabilità avrebbe attribuito una efficacia deterrente minore alla condotta, peraltro a presidio di interessi di rilevanza pubblicistica.

## **8. Distruzione, dispersione, deterioramento, deturpamento, imbrattamento e uso illecito di beni culturali o paesaggistici.**

La nuova previsione incriminatrice di cui all'art. 518-*duodecies*, comma 1 c.p. punisce, con la reclusione da due a cinque anni e con la multa da 2.500 a 15.000 Euro “*chiunque distrugge, disperde, deteriora o rende in tutto o in parte inservibili o non fruibili beni culturali o paesaggistici propri o altrui*”.

Al comma 1, il Legislatore ha inteso unificare e sistematizzare diverse condotte precedentemente previste in altrettante fattispecie di reato. A tal proposito, infatti, al comma 1 è confluita l'ipotesi incriminatrice di danneggiamento prevista dall'art. 635, comma 2, n. 1) c.p. limitatamente alle “*cose di interesse storico o artistico*”<sup>(64)</sup> e le contravvenzioni di cui agli artt. 733 (*Danneggiamento al patrimonio archeologico, storico o artistico nazionale*) e 734 (*Distruzione o deturpamento di bellezza naturali*) c.p., di fatto tacitamente abrogate<sup>(65)</sup>.

<sup>(64)</sup> Si veda, a tal proposito, l'art. 5 della l. 22/2022 che abroga espressamente le parole “*o cose di interesse storico o artistico ovunque siano ubicate*” di cui all'art. 635, comma 2, n. 1) c.p.

<sup>(65)</sup> Sul punto occorre precisare che la precedente versione del disegno di legge (AC 893) prevedeva l'introduzione della fattispecie incriminatrice di danneggiamento colposo che, differentemente dalla contravvenzione di cui all'art. 733 c.p., doveva essere esteso ai beni culturali altrui e non circoscritto alla condizione obiettiva di punibilità dell'impatto lesivo sul

Proseguendo, l'art. 518-*duodecies*, comma 2 c.p. punisce, con la reclusione da sei mesi a tre anni e con la multa da 1.500 a 10.000 Euro “*chiunque, fuori dei casi di cui al primo comma, deturpa o imbratta beni culturali o paesaggistici propri o altrui, ovvero destina beni culturali a un uso incompatibile con il loro carattere storico o artistico ovvero pregiudizievole per la loro conservazione o integrità*”.

Detta previsione, anche alla luce della cornice edittale più tenue rispetto a quella di cui al comma 1, anticipa la tutela rispetto alla lesione del bene giuridico — nelle forme della distruzione, dispersione, deterioramento o inservibilità dei beni — di cui al comma 1.

Anche in questo caso, la nuova previsione incriminatrice altro non è che l'ipotesi aggravata precedentemente ricompresa all'art. 639, comma 2, secondo periodo c.p. e la contravvenzione di uso illecito di cui all'art. 172 D.Lgs. 42/2004 oggi da intendersi abrogata.

Infine, al terzo comma dell'art. 518-*duodecies* c.p. è previsto che la sospensione condizionale della pena sia subordinata al ripristino dello stato dei luoghi o all'eliminazione delle conseguenze dannose o pericolose del reato ovvero alla prestazione di attività non retribuita a favore della collettività per un tempo determinato, comunque non superiore alla durata della pena sospesa, secondo le modalità indicate dal giudice nella sentenza di condanna. Anche in questo caso, il Legislatore della riforma fa confluire nel nuovo articolo la previsione già contemplata a proposito del *Danneggiamento* a mente dell'art. 635, ultimo comma c.p.

Nell'ottica di una progressione nella risposta sanzionatoria, il Legislatore della riforma prevede, all'art. 518-*terdecies* c.p. la nuova fattispecie di *Devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici* che punisce, con la reclusione da dieci a sedici anni, chiunque, fuori dai casi dell'art. 285 c.p. (*Devastazione, saccheggio e strage*), commette fatti di devastazione o di saccheggio aventi ad oggetto beni culturali o paesaggistici ovvero istituti e luoghi della cultura.

Orbene, la tecnica adottata dal Legislatore è sempre la medesima: specificazione, in punto di oggetto materiale, di una fattispecie generale, già esistente (che in questo caso è da ricercarsi nell'art. 285 c.p.).

Premesso il dettato delle due previsioni incriminatrici, occorre valutare il rapporto con la contravvenzione — non abrogata — di cui all'art. 169 D.Lgs. 42/2004 (*Opere illecite*)<sup>(66)</sup> che punisce, con l'arresto da sei mesi ad un anno

---

patrimonio culturale nazionale. Cfr. A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano*, cit., p. 18.

<sup>(66)</sup> Art. 169 D.Lgs. 42/2004 (*Opere illecite*): “1. È punito con l'arresto da sei mesi ad un anno e con l'ammenda da euro 775 a euro 38.734,50:

a) chiunque senza autorizzazione demolisce, rimuove, modifica, restaura ovvero esegue opere di qualunque genere sui beni culturali indicati nell'articolo 10;

b) chiunque, senza l'autorizzazione del soprintendente, procede al distacco di affreschi, stemmi, graffiti, iscrizioni, tabernacoli ed altri ornamenti di edifici, esposti o non alla pubblica vista, anche se non vi sia stata la dichiarazione prevista dall'articolo 13;

c) chiunque esegue, in casi di assoluta urgenza, lavori provvisori indispensabili per evitare

e con l'ammenda il compimento di opere non autorizzate sul bene. Quest'ultima, quindi, troverebbe applicazione limitatamente alle ipotesi di condotte intrinsecamente pericolose e inosservanti dei provvedimenti amministrativi, mentre — secondo la logica progressiva — la previsione di nuovo conio troverebbe applicazione esclusivamente laddove si verificasse un danno.

## 9. La contraffazione di opere d'arte.

Le previsioni di cui agli artt. 518-*quaterdecies* (*Contraffazione di opere d'arte*) e 518-*quinqüesdecies* (*Casi di non punibilità*) c.p. trasferiscono nel Codice penale le previsioni di cui agli artt. 178 e 179 D.Lgs. 42/2004.

Il reato *de quo* punisce, con la reclusione da uno a cinque anni e con la multa da 3.000 a 10.000 Euro, quattro condotte, in precedenza racchiuse nella previsione di cui all'art. 178 D.Lgs. 42/2004, ossia: (i) contraffazione, alterazione o riproduzione di un'opera di pittura, scultura o grafica ovvero un oggetto di antichità o di interesse storico o archeologico; (ii) commercializzazione, detenzione per farne commercio, introduzione nel territorio dello Stato o messa in circolazione, come autentici, di esemplari contraffatti, alterati o riprodotti di opere di pittura, scultura o grafica, di oggetti di antichità o di oggetti di interesse storico o archeologico; (iii) autenticazione di oggetti od opere contraffatti, alterati o riprodotti e (iv) accreditamento, mediante altre dichiarazioni, perizie, pubblicazioni, apposizione di timbri o etichette o con qualsiasi altro mezzo, di opere od oggetti contraffatti, alterati o riprodotti.

Al comma 3 è prevista un'ipotesi di confisca obbligatoria degli esemplari contraffatti, alterati o riprodotti, salvo che si tratti di cose appartenenti a persone estranee al reato. È inoltre previsto il divieto di vendere le cose confiscate nelle aste dei corpi di reato.

Con riferimento al bene giuridico tutelato, in passato la giurisprudenza riteneva che fosse da individuare nella fede pubblica dato l'utilizzo di locuzioni proprie dei delitti di falso e, nello specifico, dell'art. 453 c.p. (*Falsificazione di monete, spendita e introduzione nello Stato, previo concerto, di monete falsificate*)<sup>(67)</sup>. Ad oggi, invece, la giurisprudenza prevalente ritiene che il reato sia plurioffensivo tutelando, in prima battuta, l'interesse alla regolarità e all'onestà degli scambi nel mercato artistico e dell'antiquariato,

---

*danni notevoli ai beni indicati nell'articolo 10, senza dare immediata comunicazione alla soprintendenza ovvero senza inviare, nel più breve tempo, i progetti dei lavori definitivi per l'autorizzazione.*

2. *La stessa pena prevista dal comma 1 si applica in caso di inosservanza dell'ordine di sospensione dei lavori impartito dal soprintendente ai sensi dell'articolo 28*<sup>9</sup>.

<sup>(67)</sup> Cass. pen., Sez. III, 16 maggio 1984 (dep. 5 ottobre 1984), n. 8075 in CED così massimata: "Il delitto di cui all'art. 3 legge. 20 dicembre 1971, n. 1062 che concerne la contraffazione di opere d'arte è un reato contro la fede pubblica".

con particolare riferimento alla tutela dei consumatori, e solo eventualmente può essere lesa la fede pubblica <sup>(68)</sup>.

Ad ulteriore riprova di un simile indirizzo occorre valorizzare l'oggetto materiale — “*un'opera di pittura, scultura o grafica ovvero un oggetto di antichità o di interesse storico o archeologico*” — che pone l'accento sulla commerciabilità del bene sul mercato artistico e dell'antiquariato; dunque, non è necessario in tal caso che si tratti della contraffazione di un bene culturale dichiarato o di un bene culturale *in re ipsa*. Inoltre, la previsione del dolo specifico — “*al fine di trarne profitto*” — denota una particolare inclinazione patrimonialistica della norma incriminatrice.

Un tema di particolare risalto è inerente alla contraffazione nel settore dell'arte contemporanea caratterizzata maggiormente dall'invenzione in sé piuttosto che dalla sua imitabilità. Sul punto, autorevole dottrina ritiene che il *corpus* normativo miri a tutelare il patrimonio artistico “reale” senza distinzioni cronologiche o di corrente artistica, pertanto è contrario al dettato costituzionale escludere dallo spettro di tutela normativa un'opera d'arte per il solo fatto che l'autore sia ancora vivente o per il mancato decorso del termine di cinquant'anni dall'esecuzione delle opere <sup>(69)</sup>.

In chiusura, occorre menzionare l'art. 518-*quinquiesdecies* c.p., *Casi di non punibilità*, che, come già anticipato, riproduce fedelmente la previsione — oggi abrogata — di cui all'art. 179 D.Lgs. 24/2004 <sup>(70)</sup>.

Pertanto, la fattispecie di reato prevista dall'art. 518-*quaterdecies* c.p. non si applica nell'ipotesi in cui chi riproduce, detiene, pone in vendita o altrimenti diffonde copie di opere di pittura, di scultura o di grafica, ovvero copie o imitazioni di oggetti di antichità o di interesse storico o archeologico, dichiarate espressamente non autentiche, mediante dichiarazione scritta sull'opera o sull'oggetto o, quando ciò non sia possibile per la natura o le dimensioni della copia o dell'imitazione, mediante dichiarazione rilasciata all'atto dell'esposizione o della vendita.

A proposito della qualificazione giuridica della previsione, giurisprudenza — seppur assai risalente, ma mai smentita — ritiene che “*non configura una speciale causa di non punibilità, ma si pone quale norma chiarificatrice del precetto dell'art. 3 stessa legge, sicché esclude la punibilità dei soggetti che dichiarino con differenti modalità legislativamente previste la non autenticità delle cose riprodotte, tutelando la lealtà del commercio e la regolarità degli scambi*” <sup>(71)</sup>.

<sup>(68)</sup> Cass. pen. Sez. V, 2 dicembre 2004 (dep. 11 febbraio 2005), n. 5407 in *DeJure* secondo cui il reato *de quo* è “*qualificabile come plurioffensivo, in quanto destinato a tutelare sia il mercato delle opere d'arte sia il patrimonio artistico sia la pubblica fede*”.

<sup>(69)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 23.

<sup>(70)</sup> In precedenza, detta previsione era contenuta nell'art. 8 della legge 1062 del 1971.

<sup>(71)</sup> Cass. pen., Sez. III, 20 ottobre 1995 (dep. 17 novembre 1995), n. 11253 in *CED*.

## 10. Il sistema delle circostanze.

Gli artt. 518-*sexiesdecies* c.p., *Circostanze aggravanti*, e 519-*octiesdecies* c.p., *Circostanze attenuanti*, delineano il sistema delle circostanze del nuovo *corpus* normativo.

Con riferimento alle circostanze aggravanti, il Legislatore ha previsto una circostanza speciale ad effetto speciale — aumento della pena da un terzo alla metà — quando il reato (*i*) cagiona un danno di rilevante gravità, (*ii*) è commesso nell'esercizio dell'attività professionale, commerciale, bancaria o finanziaria, (*iii*) è commesso da un pubblico ufficiale o da un incaricato di un pubblico servizio preposto alla conservazione o alla tutela di beni culturali mobili o immobili o (*iv*) è commesso nell'ambito dell'associazione per delinquere ai sensi dell'art. 416 c.p.

Il comma 2 del medesimo articolo prevede poi una specificazione a proposito delle pene accessorie da riconoscersi nell'ipotesi in cui ricorra la circostanza aggravante di cui al n. 2) con riferimento ad attività professionali o commerciali. In tal caso, infatti, si applica l'interdizione da una professione o da un'arte (art. 30 c.p.) e la pubblicazione della sentenza penale di condanna ai sensi dell'art. 36 c.p.

Con riferimento, invece, alle circostanze attenuanti, il Legislatore ha previsto, al comma 1, una circostanza attenuante speciale ad efficacia comune con una diminuzione della pena nella misura di un terzo qualora il reato cagioni un danno di speciale tenuità ovvero un lucro di speciale tenuità quando anche l'evento dannoso o pericoloso sia di speciale tenuità.

Al comma 2, invece, è prevista una circostanza attenuante speciale ad effetto speciale, con una riduzione di pena da un terzo a due terzi nell'ipotesi in cui il soggetto “*abbia consentito l'individuazione dei correi o abbia fatto assicurare le prove del reato o si sia efficacemente adoperato per evitare che l'attività delittuosa fosse portata a conseguenze ulteriori o abbia recuperato o fatto recuperare i beni culturali oggetto del delitto*”. La circostanza riprende la *ratio* della previsione simile inserita a proposito dei reati contro la Pubblica Amministrazione ai sensi dell'art. 323-*bis*, comma 2 c.p.

## 11. La confisca.

Il Legislatore ha introdotto anche una previsione *ad hoc* in tema di confisca ai sensi dell'art. 518-*duodevicies* c.p.

In generale — e secondo lo schema ormai collaudato <sup>(72)</sup> — nell'ipotesi di condanna ovvero di sentenza di patteggiamento è sempre disposta la confisca obbligatoria delle cose che sono servite o che sono state destinate a commettere il reato nonché del profitto, del prodotto ovvero del prezzo del reato, salvo che appartengano ad un soggetto terzo. Qualora non sia possibile procedere

---

(72) Basti considerare, a tal fine, l'ipotesi di confisca di cui all'art. 648-*quater* c.p.

alla confisca diretta, il Legislatore ha riconosciuto la possibilità di procedere alla confisca per equivalente.

Al comma 1, il Legislatore ha previsto un'ipotesi speciale di confisca che opera per il solo illecito di cui all'art. 518-*undecies* c.p. (*Uscita o esportazione illecite di beni culturali*) e che è rivolta ai beni oggetto del reato (ossia beni culturali, cose di interesse artistico, storico, archeologico, etnoantropologico, bibliografico, documentale o archivistico o le altre cose oggetto di specifiche disposizioni di tutela ai sensi del D.Lgs. 42/2004).

Nell'ipotesi, invece, di estinzione del reato, il giudice procede ai fini della confisca secondo le disposizioni di cui all'art. 666 c.p.p. (*Procedimento di esecuzione*).

## **12. Possesso ingiustificato di strumenti per il sondaggio del terreno o di apparecchiature per la rilevazione dei metalli.**

Il Legislatore della riforma ha altresì introdotto una nuova fattispecie contravvenzionale prevista dall'art. 707-*bis* c.p. che punisce, con l'arresto fino a due anni e con l'ammenda da 500 a 2.000 Euro, “*chi è colto in possesso di strumenti per il sondaggio del terreno o di apparecchiatura per la rilevazione dei metalli, dei quali non giustifichi l'attuale destinazione, all'interno di aree e parchi archeologici, di zone di interesse archeologico, se delimitate con apposito atto dell'amministrazione competente, o di aree nelle quali sono in corso lavori sottoposti alle procedure di verifica preventiva dell'interesse archeologico*”.

Si tratta di un reato di possesso e di sospetto che punisce un soggetto per il solo fatto di essere in possesso di determinate attrezzature in determinati luoghi.

Vi è chi ritiene che forse la collocazione normativa più adeguata sarebbe stata nel D.Lgs. 42/2004, accanto alla contravvenzione — non abrogata — di cui all'art. 175 in materia di ricerche archeologiche, fungendo da anticipazione di tutela <sup>(73)</sup>.

## **13. I reati 231 e l'aggiornamento del Modello di Organizzazione e Gestione del Rischio.**

Il Legislatore della riforma, oltre ad apportare modifiche al Codice penale, è intervenuto altresì sul versante della responsabilità amministrativa da reato degli enti introducendo due nuove figure di illecito previste, rispettivamente, dall'art. 25-*septiesdecies* (*Delitti contro il patrimonio culturale*) e

---

<sup>(73)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 25.

dall'art. 25-*duodevicies* (*Riciclaggio di beni culturali e devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici*) D.Lgs. 231/2001.

Procedendo partitamente, l'illecito di cui all'art. 25-*septiesdecies* D.Lgs. 231/2001 contempla, quali reati presupposto, in ordine crescente di pena:

— al comma 1, l'art. 518-*novies* c.p. (*Violazioni in materia di alienazioni di beni culturali*) in relazione al quale si applica la sanzione pecuniaria da 100 a 400 quote;

— al comma 2, gli artt. 518-*ter* c.p. (*Appropriazione indebita di beni culturali*), 518-*decies* c.p. (*Importazione illecita di beni culturali*) e 518-*undecies* c.p. (*Uscita o esportazione illecita di beni culturali*) in relazione ai quali si applica la sanzione pecuniaria da 200 a 500 quote;

— al comma 3, gli artt. 518-*duodecies* c.p. (*Distruzione, dispersione, deterioramento, deturpamento, imbrattamento e uso illecito di beni culturali e paesaggistici*) e 518-*quaterdecies* c.p. (*Contraffazione di opere d'arte*) in relazione ai quali si applica la sanzione pecuniaria da 300 a 700 quote;

— al comma 4, gli artt. 518-*bis* c.p. (*Furto di beni culturali*), 518-*quater* c.p. (*Ricettazione di beni culturali*) e 518-*octies* c.p. (*Falsificazione in scrittura privata relativa a beni culturali*) in relazione ai quali si applica la sanzione pecuniaria da 400 a 900 quote.

Inoltre, l'ultimo comma dell'art. 25-*septiesdecies* D.Lgs. 231/2001 prevede l'applicazione delle sanzioni interdittive di cui all'art. 9, comma 2 del medesimo Decreto <sup>(74)</sup> per una durata non superiore a due anni nel caso di condanna dell'ente per i delitti di cui ai commi 1 e 4 (artt. 518-*bis*, 518-*quater*, 518-*octies* e 518-*novies* c.p.). Siffatta scelta punitiva riflette l'*animus* del Legislatore della riforma, mosso dalla volontà di arginare con una risposta sanzionatoria articolata (pena pecuniaria e misure interdittive) i fenomeni di condotte illecite legati ai beni culturali che, nella recente esperienza giudiziaria, si manifestano sempre più con maggiore frequenza anche nell'ambito dell'attività d'impresa.

Il secondo illecito amministrativo introdotto è previsto dall'art. 25-*octiesdecies* D.Lgs. 231/2001 <sup>(75)</sup> che contempla, invece, quali reati presupposto, unicamente gli artt. 518-*sexies* c.p. (*Riciclaggio di beni culturali*) e 518-*terdecies* c.p. (*Devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici*) rispetto ai quali si applica la sanzione pecuniaria da 500 a 1000 quote.

La previsione prosegue stabilendo che qualora l'ente, o una sua unità organizzativa, venga stabilmente utilizzato allo scopo unico o prevalente di consentire o agevolare la commissione dei delitti di *Riciclaggio di beni*

<sup>(74)</sup> L'art. 9, comma 2 D.Lgs. 231/2001 elenca, quali sanzioni interdittive da applicare nei confronti dell'ente, (i) l'interdizione dall'esercizio dell'attività, (ii) la sospensione o la revoca delle autorizzazioni, licenze o concessioni funzionali alla commissione dell'illecito, (iii) il divieto di contrattare con la pubblica amministrazione, salvo che per ottenere le prestazioni di un pubblico servizio, (iv) l'esclusione da agevolazioni, finanziamenti, contributi o sussidi e l'eventuale revoca di quelli già concessi e (v) il divieto di pubblicizzare beni o servizi.

<sup>(75)</sup> Occorre precisare che nella Legge 22/2022 la numerazione dell'illecito è "25-*duodevicies*", trattandosi evidentemente di un errore.

*culturali* e di *Devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici*, si applica la sanzione dell'interdizione definitiva dall'esercizio dell'attività ai sensi dell'art. 16, comma 3 D.Lgs. 231/2001 <sup>(76)</sup>.

Alla luce del nuovo dettato normativo, occorre in primo luogo interrogarsi su quali siano gli enti potenzialmente interessati dalle modifiche e, quindi, all'aggiornamento del Modello Organizzativo di cui all'art. 6 D.Lgs. 231/2001.

Ebbene, *prima facie* l'intervento parrebbe essere rivolto unicamente a quei soggetti che tipicamente, data l'attività svolta, dispongono — nel senso di custodire, trattare la compravendita o autenticare — di patrimoni artistico-culturali, come le case d'asta, le gallerie d'arte, le fondazioni o gli archivi d'artista ovvero tutti quegli enti impiegati nella gestione e manutenzione di complessi museali, architettonici e di beni di interesse culturale e paesaggistico.

In realtà, lo spettro dei destinatari risulta molto più ampio. Infatti, non di rado può accadere, ad esempio, che un ente — come un Istituto di Credito — possa decidere di investire capitali in opere d'arte o di acquistare o ristrutturare immobili di pregio sottoposti a vincolo della Soprintendenza. In questo caso, anche detti enti dovranno dotarsi di un Modello Organizzativo idoneo a prevenire i nuovi reati presupposto.

Ancora, nella prassi può verificarsi che talune società si trovino a svolgere la propria attività d'impresa in contesti ambientali di particolare pregio ai sensi dell'art. 134 D.Lgs. 42/2004, ad esempio in occasione della progettazione o della messa a punto di lavori di ristrutturazione o ampliamento dei propri impianti. Anche in questo ben potrebbero verificarsi situazioni potenzialmente tali da integrare la fattispecie di reato di cui all'art. 518-*duodecies* c.p. (a sua volta reato presupposto dell'illecito di cui all'art. 25-*septiesdecies*, comma 3 D.Lgs. 231/2001) ovvero di cui all'art. 518-*terdecies* c.p. (a sua volta reato presupposto dell'illecito di cui all'art. 25-*octiesdecies*, comma 1 D.Lgs. 231/2001).

Da ultimo, si pensi alle numerose aree geografiche sottoposte alla tutela della Soprintendenza dei Beni Culturali e riconosciute Patrimonio Mondiale dell'UNESCO sulle quali insistono, storicamente, diverse attività economiche

---

<sup>(76)</sup> L'art. 16, comma 3 D.Lgs. 231/2001 prevede che “*se l'ente o una sua unità organizzativa viene stabilmente utilizzato allo scopo unico o prevalente di consentire o agevolare la commissione di reati in relazione ai quali è prevista la sua responsabilità è sempre disposta l'interdizione definitiva dall'esercizio dell'attività e non si applicano le disposizioni previste dall'articolo 17*”.

L'art. 17 D.Lgs. 231/2001 contempla le modalità di riparazione delle conseguenze del reato a mente del quale: “1. *Ferma l'applicazione delle sanzioni pecuniarie, le sanzioni interdittive non si applicano quando, prima della dichiarazione di apertura del dibattimento di primo grado, concorrono le seguenti condizioni:*

a) *l'ente ha risarcito integralmente il danno e ha eliminato le conseguenze dannose o pericolose del reato ovvero si è comunque efficacemente adoperato in tal senso;*

b) *l'ente ha eliminato le carenze organizzative che hanno determinato il reato mediante l'adozione e l'attuazione di modelli organizzativi idonei a prevenire reati della specie di quello verificatosi;*

c) *l'ente ha messo a disposizione il profitto conseguito ai fini della confisca*”.

come nel caso del paesaggio vitivinicolo del Piemonte, Langhe-Roero o delle colline del Prosecco di Conegliano e Valdobbiadene <sup>(77)</sup>.

Chiarito l'ambito di applicazione soggettiva delle nuove previsioni, è evidente che l'introduzione dei nuovi reati contro il patrimonio culturale nel *corpus* del D.Lgs. 231/2001 rende necessario procedere all'aggiornamento dei Modelli Organizzativi, adattandoli in funzione della prevenzione del relativo rischio-reato. Invero, per poter beneficiare dell'esimente di cui all'art. 6 D.Lgs. 231/2001 l'ente è tenuto ad adottare e ad implementare un Modello Organizzativo idoneo a prevenire — *inter alia* — gli illeciti di nuova introduzione.

Nel concreto, l'introduzione del nuovo *corpus* normativo impone lo svolgimento di uno *assessment* specifico da parte dell'ente finalizzato ad identificare le attività sensibili rispetto alle quali potrebbe collocarsi il rischio di commissione dei reati contro il patrimonio culturale, dei delitti di riciclaggio di beni culturali ovvero di devastazione e saccheggio di beni culturali e paesaggistici.

Una volta effettuata detta attività preliminare, occorrerà — in via del tutto eventuale — sviluppare un efficace sistema di prevenzione da realizzarsi o tramite il rafforzamento di presidi già in essere ovvero, qualora non esistenti, attraverso l'introduzione di nuovi.

In effetti è pur sempre possibile che, all'esito della procedura di *assessment*, emerga che alcuni dei presidi necessari ai fini della prevenzione dei nuovi reati presupposto siano già stati — almeno in parte — adeguatamente implementati, come, ad esempio, con riferimento alle figure “comuni” dei reati contro il patrimonio ovvero di riciclaggio già previsti quali reati presupposto della responsabilità *ex* D.Lgs. 231/2001.

In particolare, proprio con riferimento al reato di riciclaggio, occorre ricordare che la Quinta Direttiva Antiriciclaggio ha esteso gli obblighi antiriciclaggio anche agli operatori del mercato dell'arte.

In particolare, ai sensi dell'art. 3, comma 5, lett. *b*) e lett. *c*) D.Lgs. 231/2007 così come novellato in sede di recepimento della Direttiva dell'Unione Europea, rientrano nella categoria degli operatori non finanziari quali soggetti tenuti all'osservanza degli obblighi antiriciclaggio *(i)* i soggetti che esercitano attività di commercio di cose antiche, che esercitano il commercio di opere d'arte o che agiscono in qualità di intermediari nel commercio delle medesime opere, anche quando tale attività è effettuata da gallerie d'arte o case d'asta di cui all'art. 115 TULPS qualora il valore dell'operazione, anche se frazionata o di operazioni collegate sia pari o superiore a 10.000 Euro <sup>(78)</sup> e *(ii)* i soggetti che conservano o commerciano opere d'arte ovvero che agiscono da intermediari nel commercio delle stesse, qualora tale attività è

<sup>(77)</sup> F. VENTIMIGLIA - M. MARENGO, *Introdotti i reati contro il patrimonio culturale nel D.Lgs. 231/2001: prime riflessioni sulle nuove fattispecie e sulle realtà imprenditoriali coinvolte*, Il Sole 24 Ore, 9 marzo 2022.

<sup>(78)</sup> Lettera sostituita dall'articolo 1, comma 1, lettera *n*) numero 1), del D.Lgs. 4 ottobre 2019, n. 125.

effettuata all'interno di porti franchi e il valore dell'operazione, anche se frazionata, o di operazioni collegate sia pari o superiore a 10.000 Euro <sup>(79)</sup>.

In quanto destinatari dei precetti antiriciclaggio, gli operatori del mercato dell'arte sono già tenuti allo svolgimento dell'attività di adeguata verifica della clientela e dei titolari effettivi (artt. 17 ss. D.Lgs. 231/2007), conservando la relativa documentazione per un periodo di 10 anni (artt. 31 ss. D.Lgs. 231/2007), all'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette (artt. 35 ss. D.Lgs. 231/2007). A tal proposito, nell'attività di aggiornamento del Modello basterà inserire, tra i reati sensibili, le nuove fattispecie previste ed eventualmente adattare i protocolli e le procedure interne alle peculiarità dei nuovi reati presupposto.

Accanto ai reati già previsti nella forma comune, occorre menzionare la fattispecie di cui all'art. 518-*quaterdecies* c.p. (prevista quale reato presupposto ai sensi dell'art. 25-*septiesdecies*, comma 3 D.Lgs. 231/2001) che punisce, oltre alla condotta di contraffazione, alterazione o riproduzione di un'opera d'arte, altresì la condotta di chi pone in commercio come autentiche opere d'arte in realtà false, di chi le autentica e di chi, mediante dichiarazioni, perizie, pubblicazioni, apposizione di timbri o etichette o con qualsiasi altro mezzo accredita o contribuisce ad accreditare opere che sa essere false <sup>(80)</sup>.

Si pensi, dunque, alle case d'aste, la cui attività tipica è proprio quella di commerciare opere d'arte o, ancora, agli archivi d'artista o alle fondazioni, enti deputati a catalogare e sistematizzare la produzione di un determinato artista e a rilasciare l'autentica, fondamentale per procedere alla commercializzazione del bene <sup>(81)</sup>.

A titolo meramente esemplificativo, traendo spunto dalla normativa in materia di antiriciclaggio, a proposito della valutazione circa l'autenticità dell'opera d'arte da mettere in commercio — condotta che potrebbe integrare l'illecito amministrativo di cui all'art. 25-*septiesdecies*, comma 3 D.Lgs. 231/2001 se realizzata nell'interesse o a vantaggio dell'ente — una casa d'aste potrebbe essere chiamata a verificare le vicende circolatorie del bene (quindi valutare il soggetto da cui riceve l'opera) e, più in generale, l'autenticità (quindi anno di realizzazione, storia espositiva, presenza in cataloghi dedicati all'artista).

A tal fine potrebbe essere utile predisporre una procedura *ad hoc* con riferimento all'adeguata verifica della controparte per valutarne l'affidabilità sul mercato. Sul punto potrebbe essere utile richiamare le procedure e i protocolli già presenti nel Modello dell'ente a proposito delle fattispecie di cui all'art. 25-*octies* D.Lgs. 231/2001 (ossia riciclaggio e autoriciclaggio).

<sup>(79)</sup> Lettera sostituita dall'articolo 1, comma 1, lettera n) numero 2), del D.Lgs. 4 ottobre 2019, n. 125.

<sup>(80)</sup> M. MANGIA - N. LAITEMPERGHER, *231 e nuovi reati contro il patrimonio culturale, le procedure per una compliance efficace*, Il Sole 24 Ore, 1° aprile 2022.

<sup>(81)</sup> M. MANGIA - N. LAITEMPERGHER, *231 e nuovi reati contro il patrimonio culturale*, cit.: gli Autori propongono di adattare le regole già esistenti in materia di alterazione di monete e alla contraffazione di carata filigranata.

Oltre ai presidi per valutare il cliente, occorrerà implementare anche quelli per la valutazione dell'opera d'arte attraverso commissioni scientifiche. In tale contesto sarà importante altresì valutare la composizione dei membri della commissione (come il grado di accreditamento nel mondo degli studiosi di arte o, più nello specifico, di quel determinato artista).

Da ultimo, solo una breve notazione circa le misure patrimoniali che accompagnano la realizzazione dell'illecito amministrativo.

Infatti, non bisogna dimenticare che l'introduzione degli illeciti di cui agli artt. 25-*sexiesdecies* e 25-*septiesdecies* comporta altresì l'estensione delle previsioni di cui agli artt. 19<sup>(82)</sup> e 53<sup>(83)</sup> D.Lgs. 231/2001 relative a confisca e sequestro preventivo del prezzo o del profitto del reato, anche per equivalente.

Un simile impianto sanzionatorio<sup>(84)</sup> potrebbe avere indubbiamente degli effetti dirompenti rispetto all'ente coinvolto. Infatti, verosimilmente sin dalla fase delle indagini preliminari l'autorità giudiziaria cercherà di sottoporre a sequestro preventivo in via diretta le somme che giacciono sui conti della società (come, ad esempio, l'importo incamerato dalla vendita di un'opera d'arte ritenuta essere poi falsa), ma, ove non ne reperisse o non ne reperisse in misura sufficiente, potrebbero essere sottoposti a vincolo cautelare reale finalizzato alla confisca "per equivalente" altri beni di proprietà aziendale, anche laddove siano stati acquistati con denaro non proveniente dal reato stesso, con il rischio di paralizzarne l'attività e di importanti ricadute a livello reputazionale.

Del resto, la confisca per equivalente risponde all'esigenza di superare il problema dell'apprensione di beni fungibili, consumati, trasformati, occultati

---

<sup>(82)</sup> Art. 19 D.Lgs. 231/2001 ("Confisca"): "1. Nei confronti dell'ente è sempre disposta, con la sentenza di condanna, la confisca del prezzo o del profitto del reato, salvo che per la parte che può essere restituita al danneggiato. Sono fatti salvi i diritti acquisiti dai terzi in buona fede. 2. Quando non è possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente al prezzo o al profitto del reato".

<sup>(83)</sup> Art. 53 D.Lgs. 231/2001 ("Sequestro preventivo"): "1. Il giudice può disporre il sequestro delle cose di cui è consentita la confisca a norma dell'articolo 19. Si osservano le disposizioni di cui agli articoli 321, commi 3, 3-bis e 3-ter, 322, 322-bis e 323 del codice di procedura penale, in quanto applicabili. 1-bis. Ove il sequestro, eseguito ai fini della confisca per equivalente prevista dal comma 2 dell'articolo 19, abbia ad oggetto società, aziende ovvero beni, ivi compresi i titoli, nonché quote azionarie o liquidità anche se in deposito, il custode amministratore giudiziario ne consente l'utilizzo e la gestione agli organi societari esclusivamente al fine di garantire la continuità e lo sviluppo aziendali, esercitando i poteri di vigilanza e riferendone all'autorità giudiziaria. In caso di violazione della predetta finalità l'autorità giudiziaria adotta i provvedimenti conseguenti e può nominare un amministratore nell'esercizio dei poteri di azionista. Con la nomina si intendono eseguiti gli adempimenti di cui all'articolo 104 delle norme di attuazione, di coordinamento e transitorie del codice di procedura penale, di cui al decreto legislativo 28 luglio 1989, n. 271. In caso di sequestro in danno di società che gestiscono stabilimenti di interesse strategico nazionale e di loro controllate, si applicano le disposizioni di cui al decreto-legge 4 giugno 2013, n. 61, convertito, con modificazioni, dalla legge 3 agosto 2013, n. 89".

<sup>(84)</sup> La confisca per equivalente viene unanimemente considerata alla stregua di una sanzione. *Ex multis*: Cass. pen., Sez. VI, 13 giugno 2018, n. 26255.

o ceduti a terzi dopo la commissione del reato <sup>(85)</sup>. Proprio per questo motivo, tale misura ablativa prescinde dal requisito della pertinenzialità o della derivazione causale dal reato, ritenendosi sufficiente la sola titolarità — in capo all'indagato-imputato — del bene da apprendere, il cui valore è equivalente a quello che sarebbe stato oggetto di confisca diretta.

Quindi, nell'attesa dell'emanazione di Linee Guida ufficiali da parte delle associazioni di categoria, occorre che l'ente svolga correttamente l'attività di *assessment* al fine di adeguare la *compliance* aziendale alle nuove aree di rischio introdotte dal Legislatore.

#### 14. Conclusioni.

La *ratio* sottesa alla riforma — ossia la volontà di introdurre una tutela penale diretta del patrimonio storico artistico <sup>(86)</sup> — appare senza dubbio condivisibile.

Nondimeno vi sono delle perplessità circa talune scelte adottate dal Legislatore.

In primo luogo, infatti, come giustamente osservato, va evidenziata la stretta dipendenza di alcune delle nuove fattispecie dalle previsioni contenute nel D.Lgs. 42/2004, circostanza che rende difficoltosa la comprensione del precetto penale e, al contempo, preferibile la loro collocazione (*rectius*: mantenimento) nella legislazione complementare <sup>(87)</sup>.

Sarebbe stato forse auspicabile prevedere una circostanza aggravante *ad hoc* quando l'oggetto materiale del reato è rappresentato dal *patrimonio culturale* da riconoscersi in tutti quei casi in cui viene posta in essere una condotta già sanzionata all'interno del codice penale (come nel caso del furto), rimanendo, invece, estranee tutte quelle fattispecie previste all'interno del D.Lgs. 42/2004.

In secondo luogo, occorre evidenziare l'assoluta sproporzione delle pene codificate nel nuovo impianto normativo, oltremodo elevate e spropositate rispetto alle fattispecie prima contenute nel codice dei beni culturali ovvero

---

<sup>(85)</sup> In dottrina si veda, S. GIAVAZZI, *sub art. 19*, in *Responsabilità "penale" delle persone giuridiche*, a cura di A. GIARDA-E. MANCUSO-G. SPANGHER-G. VARRASO, Milano, 2007, p. 173; G. VARRASO, *Il procedimento per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato*, Milano, 2012, p. 242. In senso conforme la giurisprudenza Cass. pen., Sez. III, 15 ottobre 2018, n. 46709 secondo cui: "la confisca per equivalente — caratterizzandosi per il fatto che può ricadere su beni che, oltre a non avere alcun rapporto con la pericolosità della res o con la pericolosità individuale del soggetto, non hanno neppure alcun collegamento diretto con il reato — non richiede la prova della sussistenza del nesso di pertinenzialità della res rispetto al reato, essendo assoggettabili a confisca beni nella disponibilità dell'imputato per un valore corrispondente a quello relativo a profitto o al prezzo del reato (Sez. 6, n. 11902 del 27/01/2005, Baldas, Rv. 231234), perseguendo il legislatore, in tal modo, l'obiettivo di privare il reo di un qualunque beneficio sul versante economico, nella convinzione della portata disincentivante di questo genere di previsione sanzionatoria".

<sup>(86)</sup> G.P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit. p. 25.

<sup>(87)</sup> G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale*, cit., p. 26.

nelle corrispondenti figure comuni del codice penale. Ciò si traduce, come già prospettato, in esiti applicativi paradossali finendo, ad esempio, per punire più severamente il riciclaggio di un *bene culturale* piuttosto che del provento di un sequestro di persona a scopo di estorsione.

Si tratta, a parere di chi scrive, di una violazione dei principi di ragionevolezza e proporzionalità, un principio quest'ultimo fondato sugli artt. 3 e 27, comma 3 Cost. e altresì sull'art. 49, paragrafo 3 della Carta di Nizza (qualora si tratti di normative di provenienza europea) <sup>(88)</sup>.

Anche considerando gli istituti premiali previsti nel nuovo *corpus* che incidono sulla disciplina delle circostanze attenuanti, mitigando l'asprezza delle pene (tra cui l'istituto della collaborazione, sulla falsariga del sistema già collaudato a proposito dei reati contro la Pubblica Amministrazione), il sistema continua a rimanere fortemente — ed immotivatamente — carcerocentrico <sup>(89)</sup>.

In realtà non v'è pressoché settore del diritto penale — si pensi, ad esempio, agli abusi di mercato, alle norme in materia di falso in bilancio oppure a quelle in tema di reati contro la Pubblica Amministrazione o di reati tributari o ambientali — che non abbia visto negli ultimi vent'anni un aumento draconiano delle pene.

Come ha giustamente osservato un illustre autore “*se il fondamento del diritto criminale e delle risposte sanzionatorie è il principio di responsabilità, la ricerca di proporzione, cioè di un ragionevole rapporto tra colpa e pena, è un passaggio non eludibile per un buon legislatore che si ponga il problema di articolare un sistema di pene edittali*” <sup>(90)</sup>.

La verità è che “*il trend della legislazione recente, verso una crescente maggiore severità, è espressione di linee politiche in cui prevale la ricerca di consensi. Sono scelte politicamente discutibili. In una società che attribuisca davvero un valore elevato alla “inviolabile” libertà personale, sarebbe ragionevole — economico sotto tale aspetto, non solo economico — un drastico abbassamento sia dei livelli massimi delle pene detentive, mantenendo adeguate differenziazioni, sia dei livelli minimi, anche in ragione di aperture a percorsi alternativi (in tutto o in parte) all'esecuzione in carcere*” <sup>(91)</sup>.

Una ricerca di facili consensi, verrebbe da aggiungere, perché in realtà il

<sup>(88)</sup> Il riferimento è a Corte di giustizia UE, Grande Sezione, sent. 8 marzo 2022, C-205/20, NE con nota di F. VIGANÒ, *La proporzionalità della pena tra diritto costituzionale italiano e diritto dell'Unione Europea: sull'effetto diretto dell'art. 49, paragrafo 3, della Carta alla luce di una recentissima sentenza della Corte di giustizia*, in *Sistema penale*, 26 aprile 2022, p. 17. L'Autore nota che a prescindere dalla tutela in sede di diritto dell'Unione Europea, è già rinvenibile nel nostro ordinamento un meccanismo di adattamento della sanzione. Nello specifico, la Corte costituzionale, ove adita, è in grado di eliminare il *vulnus* o attraverso una dichiarazione di illegittimità costituzionale dell'intera norma che prevede l'illecito ovvero mediante una correzione della sola parte della norma che stabilisce la sanzione considerata sproporzionata.

<sup>(89)</sup> A. MANNA, *È configurabile un sistema penale non carcerocentrico?*, in *Sistema penale*, 10 marzo 2021.

<sup>(90)</sup> D. PULITANÒ, *Il penale tra teoria e politica*, in *Sistema penale*, 9 novembre 2020, p. 5.

<sup>(91)</sup> D. PULITANÒ, *Ibidem*, p. 17.

modo più efficace per aumentare la deterrenza di un sistema punitivo non è quello di aumentare le pene, ma di individuare e processare i responsabili dei reati, ciò che presuppone l'investimento di maggiori risorse nel potenziamento delle forze di Polizia e la messa a disposizione di maggiori fondi per l'amministrazione della Giustizia: purtroppo, però, le riforme che aumentano la spesa dello Stato non sono mai molto popolari tra i politici, sempre molto preoccupati di "non mettere le mani nelle tasche degli italiani".

Nasce così il sospetto che tutte quelle leggi che si propongano di lottare contro gravi fenomeni criminali con la sola arma degli aumenti di pena costituiscano "leggi penali simboliche - alibi" <sup>(92)</sup>, volte non a tutelare realmente i beni giuridici di una collettività, ma a rafforzare la fiducia dei consociati nel Governo in carica o, più in generale, nello Stato.

## Bibliografia

- E. BASILE, *Autoriciclaggio, "mera utilizzazione" e "godimento personale": soluzione di un enigma solo apparente*, *Giurisprudenza italiana*, 2018, 12
- R. BRICHETTI, *Commento all'art. 648-ter.1 c.p.*, in E. DOLCINI - G. GATTA (a cura di), *Codice penale commentato*, Milano, 2015
- G. CALABI, *Diritto di proprietà e normativa di tutela*, in *Le opere d'arte e le collezioni. Acquisto, gestione, trasferimento*, G. CALABI - S. HECKER - R. SARRO - A. BUSANI (a cura di), Vicenza, 2020
- I. CARACCIOLI, *Incerta definizione del reato di riciclaggio*, ne *Il Fisco*, 2014
- S. CAVALLINI, L. TROYER, *Apocalittici o integrati? Il nuovo reato di riciclaggio: ragionevoli sentieri ermeneutici all'ombra del "vicino ingombrante"*, in *Diritto penale contemporaneo*, 23 gennaio 2015
- A. CIRAULO, voce *Autoriciclaggio*, in *Dig. disc. pen.*, IX agg., Torino, 2016
- G. CIVELLO, *Autoriciclaggio: teoria e prassi*, Torino, 2022
- A. M. DELL'OSSO, *Riciclaggio di proventi illeciti e sistema penale*, Torino, 2017
- G. P. DEMURO, *La riforma dei reati contro il patrimonio culturale: per un sistema progressivo di tutela*, in *Sistema Penale*, 2, 2022
- P.G. FERRI, *Uscita o esportazioni illecite*, in A. MANNA (a cura di), *Il Codice dei beni culturali e del paesaggio. Gli illeciti penali*, Milano, 2005
- S. GIAVAZZI, *sub art. 19*, in *Responsabilità "penale" delle persone giuridiche*, a cura di A. GIARDA-E. MANCUSO-G. SPANGHER-G. VARRASO, Milano, 2007
- M. MANGIA - N. LAITEMPERGHER, *231 e nuovi reati contro il patrimonio culturale, le procedure per una compliance efficace*, *Il Sole 24 Ore*, 1° aprile 2022
- A. MANNA, *È configurabile un sistema penale non carcere-centrico?*, in *Sistema penale*, 10 marzo 2021
- F. MANTOVANI, *Diritto penale, Parte speciale, vol. II, Delitti contro il patrimonio*, Padova, 2016

<sup>(92)</sup> Si vedano in proposito le acutissime considerazioni di C. E. PALIERO, *Oggettivismo e soggettivismo nel diritto penale italiano*, Milano, 2012, p. 43.

- C. E. PALIERO, *Oggettivismo e soggettivismo nel diritto penale italiano*, Milano, 2012
- D. PULITANÒ, *Il penale tra teoria e politica*, in *Sistema penale*, 9 novembre 2020
- G. VARRASO, *Il procedimento per gli illeciti amministrativi dipendenti da reato*, Milano, 2012
- F. VENTIMIGLIA - M. MARENGO, *Introdotti i reati contro il patrimonio culturale nel D.Lgs. 231/2001: prime riflessioni sulle nuove fattispecie e sulle realtà imprenditoriali coinvolte*, *Il Sole 24 Ore*, 9 marzo 2022
- F. VIGANÒ, *La proporzionalità della pena tra diritto costituzionale italiano e diritto dell'Unione Europa: sull'effetto diretto dell'art. 49, paragrafo 3, della Carta alla luce di una recentissima sentenza della Corte di giustizia*, in *Sistema penale*, 26 aprile 2022
- A. VISCONTI, *La repressione del traffico illecito di beni culturali nell'ordinamento italiano. Rapporti con le fonti internazionali, problematiche applicative e prospettive di riforma*, in *Legislazione penale*, 19 dicembre 2021
- M. ZANCHETTI, *Il riciclaggio di denaro proveniente da reato*, Milano, 1997

## MASSIME (\*)

*Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Art. 10-ter D.Lgs. 74/2000 — Procedura di concordato preventivo — Effetti in ordine ai debiti scaduti tra la domanda e l'ammissione al concordato — Individuazione — Condizioni.*

In tema di reati tributari, la procedura di concordato preventivo scrimina i reati di omesso versamento in relazione a obblighi scaduti tra la presentazione dell'istanza di ammissione al concordato, sia esso "in bianco" che con deposito del piano, e l'adozione del relativo decreto, solo ove sia intervenuto un provvedimento del Tribunale che abbia vietato, o comunque non autorizzato, come invece richiesto dall'interessato, il pagamento dei suddetti debiti, essendo in tal caso configurabile la scriminante dell'adempimento di un dovere imposto da un ordine legittimo dell'autorità di cui all'art. 51 c.p.

*Cass. pen., Sez. III, 2 dicembre 2021 (dep. 18 marzo 2022), n. 9248 - Pres. Sarno, Rel. Andronio, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Art. 10 del d.lgs. 10 marzo 2000 n. 74 — Occultamento di scritture contabili — Momento consumativo — Conclusione dell'accertamento fiscale.*

In tema di reati tributari, data la natura permanente de reato di cui all'art. 10 D.Lgs. 74/2000 e perdurando l'obbligo di esibizione dei documenti finché dura il controllo da parte degli organi verificatori, il momento consumativo deve individuarsi nella conclusione e non nell'inizio delle operazioni di detto accertamento.

*Cass. pen., Sez. III, 15 dicembre 2021 (dep. 10 marzo 2022), n. 8316 - Pres. Ramacci, Rel. Gentili, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Reati contro il patrimonio — Delitti — Ricettazione — In genere — Riciclaggio — Sostituzione del microchip a un cane di provenienza furtiva — Reato — Sussistenza — Ragioni.*

Integra il reato di riciclaggio la condotta di chi, impossessatosi di un cane di

---

(\*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

provenienza furtiva, sostituisce il *microchip* che lo contraddistingue, essendo tale operazione idonea ad ostacolare l'accertamento dell'origine delittuosa dell'animale.

*Cass. pen., Sez. II, 11 febbraio 2022 (dep. 21 marzo 2022), n. 9533 - Pres. Diotallevi, Rel. Di Pisa, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Misure cautelari reali — Sequestro preventivo — Restituzione della cosa sequestrata — Diritti del terzo — Prova della effettività titolarità e disponibilità del bene.*

In tema di sequestro preventivo, il terzo che affermi di avere diritto alla restituzione della cosa sequestrata non può contestare l'esistenza dei presupposti della misura cautelare, tra cui il profilo dell'indagine sull'incapienza dei beni da sottoporre a confisca in via diretta, potendo unicamente dedurre la propria effettiva titolarità o disponibilità del bene sequestrato e l'inesistenza di relazioni di collegamento concorsuale con l'indagato. Una volta che il terzo dimostri l'effettività del contenuto del diritto di proprietà di cui è formalmente titolare, vede riconosciuta la sua pretesa, indipendentemente dalla sussistenza del *fumus* del reato ascritto all'indagato.

*Cass. pen., Sez. III, 1° febbraio 2022 (dep. 11 aprile 2022), n. 13706 - Pres. Aceto, Rel. Gai, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Causa di non punibilità — Art. 13, comma 2 D.Lgs. 74/2000 — Condizioni applicative — Voluntary disclosure.*

A mente del secondo comma dell'art. 13 D.Lgs. 74/2000, la speciale causa di non punibilità opera, con riferimento al delitto di frode fiscale, solo se sia stato eseguito l'integrale pagamento degli importi dovuti (debiti tributari, sanzioni e interessi) ed a condizione che il ravvedimento operoso sia intervenuto prima che l'autore del reato abbia avuto formale conoscenza di accessi, ispezioni, verifiche o dell'inizio di qualunque attività di accertamento amministrativo o di procedimenti penali, replicandosi parzialmente una disciplina che era stata prevista dalla l. 186/2014 la quale ha introdotto l'istituto della collaborazione volontaria (cd. "*voluntary disclosure*") in materia fiscale, diretta a consentire al contribuente di sanare la propria posizione, godendo conseguentemente di norme di favore, prima che l'amministrazione finanziaria fosse venuta a conoscenza delle irregolarità fiscali, maturando la preclu-

sione all'accesso alla procedura di collaborazione qualora l'autore della violazione avesse avuto formale conoscenza di accessi, ispezioni, verifiche o dell'inizio di qualunque attività di accertamento amministrativo o di procedimenti penali, per violazione di norme tributarie, relativi all'ambito oggettivo di applicazione della procedura di collaborazione volontaria.

*Cass. pen., Sez. III, 25 febbraio 2022 (dep. 1° aprile 2022), n. 11995 - Pres. Petruzzellis, Rel. Di Nicola, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Persona giuridica — Società — In genere — Responsabilità da reato degli enti — Estinzione dell'ente per cancellazione — Illecito previsto dal d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231 — Estinzione — Esclusione — Ragioni — Fattispecie.*

In tema di responsabilità da reato degli enti, la cancellazione dell'ente dal registro delle imprese non determina l'estinzione dell'illecito previsto dal d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, commesso nell'interesse ed a vantaggio dello stesso. (Fattispecie relativa alla responsabilità di una società di capitali per l'illecito previsto dall'art. 25-septies, comma 3, del citato d.lgs., in relazione al reato di cui all'art. 590 cod. pen., in cui la Corte ha precisato che all'estinzione della persona giuridica consegue il passaggio diretto della titolarità dell'impresa ai singoli soci, non venendo meno i rapporti sorti anteriormente allo scioglimento).

*Cass. pen., Sez. IV, 2 febbraio 2022 (dep. 17 marzo 2022), n. 9006 - Pres. Serrao, Rel. Censi, massima non ufficiale.*

\* \* \*

*Reati contro il patrimonio — Riciclaggio — Profitto — Quantificazione — Confisca per equivalente.*

In tema di confisca per equivalente, il profitto del reato di riciclaggio è rappresentato dal valore delle somme oggetto delle operazioni dirette a ostacolare la provenienza delittuosa, poiché, in assenza di quelle operazioni, esse sarebbero destinate a essere sottratte definitivamente, in quanto provento del delitto presupposto, dovendosi, per l'effetto, non condividere la diversa tesi per cui la misura ablativa sarebbe applicabile solo con riferimento al valore del vantaggio patrimoniale effettivamente conseguito dal "riciclatore" (il "prezzo del reato", ossia la cosa data o promessa per indurre il soggetto a commettere il reato, quale ricompensa per la sua realizzazione). Ciò in quanto nel caso del riciclaggio il profitto coincide con il denaro derivante dal reato presupposto, quindi, con l'intero ammontare delle somme che

sono state “ripulite”, e non importa se, poi, il soggetto condannato per riciclaggio abbia goduto di questa somma solo in minima parte: il valore del profitto del primo reato, dunque, si identifica col valore del secondo, cioè del riciclaggio.

*Cass. pen., Sez. V, 19 marzo 2021 (dep. 31 maggio 2021), n. 21713 - Pres. Cammino, Rel. Ariolli, massima non ufficiale.*

# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

## LA NOZIONE DI “COSTI EFFETTIVI” PER GLI ENTI DEL TERZO SETTORE: PROBLEMI INTERPRETATIVI ED OPERATIVI

di MARCO TIEGHI, CARLOTTA DEL SORDO e LUCA BACCOLINI

### 1. Introduzione.

Il presente contributo è finalizzato ad approfondire la disposizione contenuta nell'articolo 79, comma 2, del Codice del Terzo Settore, che stabilisce il criterio in base al quale gli Enti del Terzo Settore (di seguito anche ETS), diversi dalle imprese sociali, possono svolgere “attività di interesse generale”<sup>(1)</sup> da considerarsi “non commerciali” ai fini delle imposte sui redditi. Il disposto sopra richiamato, nella parte che qui ci interessa, in particolare, dispone che: “[...] *Le attività di interesse generale di cui all'articolo 5 [...] si considerano di natura non commerciale quando sono svolte a titolo gratuito o dietro versamento di corrispettivi che non superano i costi effettivi, tenuto anche conto degli apporti economici degli enti di cui sopra [...]*”. Il successivo comma 2-bis<sup>(2)</sup>, seppure con precisi limiti quantitativi e temporali, estende ulteriormente il perimetro entro cui un'attività di interesse generale possa considerarsi “non commerciale”, prevedendo che: “*Le attività di cui al comma 2 si considerano non commerciali qualora i ricavi non superino di oltre il 5 per cento i relativi costi per ciascun periodo d'imposta e per non oltre due periodi d'imposta consecutivi*”. La ratio della norma consiste dunque nel definire il principio sulla base del quale le attività “statutario-istituzionali” degli ETS sono da considerarsi fiscalmente come “non commerciali”. Tale condizione ricorre in tre casi: qualora siano svolte a titolo gratuito, oppure comportino il pagamento a favore dell'Ente, da parte dei beneficiari/fruitori di tali attività, di “corrispettivi” che non superino i “costi effettivi”, oppure

---

(1) Sono tali quelle connesse con “[...] *il perseguimento, senza scopo di lucro, di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale*”, come precisato dall'art. 5 del D. Lgs. n. 117/2017, nel quale si elencano poi nel dettaglio le diverse fattispecie previste.

(2) Inserito dall'art. 24-ter, comma 3, del D.L. n. 119/2018.

generino un margine non superiore al 5% dei correlativi costi e per non più di due anni consecutivi.

Ne deriva che il criterio che il legislatore ha adottato per determinare la “commercialità” o meno di una certa attività di interesse generale svolta dall’Ente è legato all’esito economico scaturente dallo svolgimento dell’attività stessa, che a regime non potrà in ogni caso generare una “marginalità sostanziale e strutturale” per l’ETS. Al riguardo, occorre tuttavia osservare che se per una delle due grandezze economiche in gioco — il “corrispettivo” — la relativa quantificazione avviene in modo “certo ed oggettivo”, stante il flusso finanziario-monetario ad esso connesso (la norma non a caso usa correttamente l’espressione “versamento” per i corrispettivi in questione), molto più indeterminata e potenzialmente controversa risulta la nozione da assumere — e la quantificazione conseguente — per i “costi effettivi”. Lo svolgimento di attività qualificabili come “di interesse generale” richiede infatti l’impiego da parte dell’Ente di una pluralità di fattori produttivi variamente combinati in processi di gestione interna, senza dunque che vi sia la possibilità di individuare univocamente né la configurazione di costo da assumere, né la misura dei costi sostenuti a fronte dello svolgimento delle attività stesse.

Tutto ciò premesso, l’obiettivo che ci siamo prefissi con questo breve contributo è esaminare le problematiche connesse con l’interpretazione della nozione di “costi effettivi” e di formulare proposte circa gli elementi di costo da considerare nella loro quantificazione e le possibili modalità di loro determinazione. In particolare, i temi che il quadro normativo di riferimento non affronta (o affronta solo ad un livello introduttivo e preliminare) e che invece ci sembrano particolarmente delicati e complessi hanno per oggetto:

- l’inclusione o meno dei componenti figurativi nella determinazione dei costi effettivi e le modalità relative alla loro valorizzazione (paragrafo 3.1);
- le tipologie di costo che possono essere ricomprese all’interno del “perimetro” sotteso dalla definizione di “costi effettivi” (paragrafo 3.2);
- le metodologie tecniche da utilizzare per la ripartizione dei costi che risultano essere “comuni” a più attività (paragrafo 3.3).

Per introdurre le considerazioni che verranno di seguito esposte ed approfondite, riteniamo necessario, nel paragrafo successivo, riprendere in chiave economico-aziendale alcuni aspetti terminologici e metodologici in merito alla nozione di “costo” e, segnatamente, di “costo effettivo”.

## **2. La nozione di “costo effettivo” in ambito economico-aziendale.**

Il significato dell’espressione “costo” non è univoca, dal momento che con lo stesso termine ci si può riferire alle utilità consumate in relazione ai beni, ai servizi e al lavoro richiesto per attuare un processo od ottenere un prodotto (costo “tecnico”), al sacrificio che si sopporta a fronte di una scelta volta a

ricercare un (maggiore) beneficio futuro (costo “psicologico”), oppure all’esborso finanziario sostenuto (“spesa”) per acquistare fattori produttivi (costo “monetario”) (3). Ciascuna di queste “nozioni di costo” ha una sua specifica utilità in seno alle determinazioni quantitative d’azienda.

Ciò premesso, è attraverso elaborazioni riconducibili alla contabilità analitica che si perviene alla quantificazione di valori di costo aventi per oggetto esiti (parziali o finali) di processi produttivi riconducibili ad operazioni di gestione interna, processi nei quali, cioè, i vari fattori produttivi che sono stati a vario titolo acquisiti dall’azienda vengono fra loro combinati per ottenere beni od erogare servizi.

A tal fine, ciascuna delle nozioni di costo prima richiamate può avere una propria utilità, in quanto se non si può (di regola) prescindere dai costi “monetari” (essendo questi quelli finanziariamente sostenuti dall’azienda per procurarsi in misura preponderante i fattori produttivi necessari allo svolgimento delle proprie attività e, come tali, rilevati dalla contabilità generale), il consumo/utilizzo dei fattori medesimi in seno ai processi aziendali stessi implica elaborazioni e procedimenti di calcolo volti a quantificare il costo sostenuto (o che si ritiene si sosterrà) con riferimento ad individuati “oggetti di riferimento” (quali ad esempio determinate attività, le diverse tipologie di prodotto/servizio offerte, ecc.), necessariamente parziali rispetto alla complessiva attività dell’azienda. In questo caso la nozione di costo assunta come riferimento è quindi quella “tecnica” (4).

Inoltre, occorre osservare che i costi aziendali possono essere classificati secondo una pluralità di criteri distintivi, da intendersi non già come alternativi, bensì come complementari, nel senso che ciascuna classificazione evidenzia un particolare carattere, forse meglio un “attributo”, che in una specifica ottica di analisi connota e “tipicizza” sotto quel dato aspetto i costi aziendali.

In questo senso un costo si definisce generalmente “effettivo”, in contrapposizione ad un costo “ipotetico”, sulla base di un criterio distintivo che riconduce la prima tipologia a costi il cui “grado di effettività” è totale, in quanto tale tipologia di costi possiede anche la caratteristica di essere formata da costi “consuntivi” e cioè da costi storicamente già sostenuti; mentre la seconda tipologia — quella dei costi “ipotetici” — non possiede un grado di effettività assoluto, in quanto essi dipendono dal grado di attendibilità delle ipotesi assunte come riferimento per la loro “quantificazione congetturata” e

(3) Cfr. AMODEO D., *Le gestioni industriali produttrici di beni*, Utet, Torino, 1976, pp. 459-462. Per una sintetica rassegna delle nozioni di costo proprie di altri contesti europei si veda SELLERI L., *Contabilità dei costi e contabilità analitica*, Etaslibri, Milano, 1990, pp. 30-31.

(4) Per le elaborazioni volte a supportare le scelte decisionali (e a monitorare la validità delle stesse, una volta che queste siano state effettivamente implementate), utile è, infine, il ricorso anche alla nozione di costo “psicologico”, in quanto a fronte di risorse date o comunque razionate, ogni decisione di impiego delle stesse implica contestualmente la rinuncia a poter utilizzare in alternativa le medesime per attuare altre possibili opzioni. Questa nozione rileva in ordine ai cd “costi figurativi”.

si potranno discostare più o meno significativamente da quelli effettivi in relazione agli scostamenti manifestatisi fra le condizioni future che erano state assunte a base delle ipotesi determinative e quelle reali poi verificatesi.

### **3. I “costi effettivi” secondo il Codice del Terzo Settore: analisi dei riferimenti normativi, considerazioni economico-aziendali e proposte interpretative.**

Ad un lettore non esperto il richiamo normativo ai “costi effettivi” per determinare la “commercialità” o meno di una certa attività di interesse generale svolta dall’Ente — di cui al comma 2 dell’articolo 79 del D. Lgs. n. 117/2017 — potrebbe apparire tale da non suscitare rilevanti problemi interpretativi, essendo nel suo complesso evidente la *ratio* della norma: evitare che gli ETS possano godere di benefici fiscali impropri laddove fissino dei corrispettivi per le loro “attività di interesse generale”, lucrando un margine economico rispetto ai costi “effettivi” sostenuti a fronte dello svolgimento delle stesse.

Anche se la *ratio* è chiara e condivisibile, emergono tuttavia dubbi che riguardano le modalità operative adottate per la quantificazione dei costi “effettivi” di svolgimento delle singole attività. In particolare, almeno tre sono, a parere di chi scrive, gli aspetti meritevoli di approfondimento: il primo riguarda il ruolo dei componenti figurativi e le modalità relative alla loro valorizzazione (paragrafo 3.1); il secondo è collegato alla puntuale definizione delle tipologie di fattori produttivi il cui costo può essere ricompreso ai fini del calcolo dei costi “effettivi” (paragrafo 3.2); il terzo concerne le problematiche relative alle possibili modalità di attribuzione dei costi che risultano comuni a più attività, in particolare quando queste ultime siano riconducibili ad attività con un inquadramento e un trattamento fiscale diversificato (paragrafo 3.3).

#### **3.1. L’inclusione e la valorizzazione dei componenti figurativi.**

La prima problematica riguarda la possibilità di includere o meno nella configurazione di costo “effettivo” anche i costi figurativi relativi all’impiego di fattori produttivi di cui l’ETS ha ottenuto la “disponibilità gratuita”, quali ad esempio il lavoro dei volontari e l’utilizzo di beni ottenuti in comodato d’uso o comunque riferibili ad altre forme di “gratuità in natura”.

Sotto il profilo economico-aziendale, riteniamo che metodologicamente il costo di impiego/consumo di questi fattori produttivi possa certamente essere fra quelli ricompresi nel determinare i “costi effettivi” delle attività di “interesse generale” dell’Ente, in quanto gli oneri figurativi sono connessi al reale impiego di fattori produttivi nei processi aziendali, anche se per l’acquisizione di questi fattori l’azienda (l’ETS nella fattispecie) non sostiene esborsi mone-

tari. In assenza di queste forme di beneficio l'Ente avrebbe infatti dovuto acquisire finanziariamente i fattori impiegati e dunque il costo "effettivamente sostenuto" (in chiave economico-aziendale, ripetiamolo) risulterebbe sottostimato laddove aprioristicamente si decidesse di omettere il valore dei fattori produttivi ottenuti a titolo gratuito che sono stati utilizzati nei propri processi e che si sono di fatto "incorporati" nel valore della prestazione erogata.

Come più volte ribadito, il nostro convincimento circa la possibilità di includere gli oneri figurativi nel calcolo dei "costi effettivi" delle prestazioni erogate si fonda su considerazioni di carattere economico-aziendale, ma potrebbe trovare un appoggio anche dall'analisi del contesto normativo di riferimento.

Infatti, in merito alle previsioni, contenute al comma 2 dell'articolo 79 dello schema del D. Lgs. 117/2017 e relative alla determinazione degli eventuali corrispettivi, nella Relazione Illustrativa è possibile leggere che: "*Si tiene conto, ai fini del calcolo del costo effettivo, anche del valore normale delle attività di volontariato di cui all'articolo 17 e delle erogazioni gratuite di beni e servizi [...]*". Da ciò emerge, con chiarezza, a nostro parere, che l'intento degli estensori del documento fosse quello di includere certamente nel calcolo dei "costi effettivi" anche i componenti figurativi connessi a tali forme di gratuità<sup>(5)</sup>.

A rafforzare il nostro punto di vista, giova poi ricordare che col Decreto del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali del 5 marzo 2020 si è previsto che i componenti figurativi possano essere esposti "in calce" al Rendiconto Gestionale e che per essi venga predisposto un apposito prospetto da includere nella Relazione di Missione<sup>(6)</sup>.

Nell'ambito di questa tematica, ancora così scarsamente dibattuta, alla nostra stessa convinzione sono poi giunti anche autori in ambito tributario: in

---

<sup>(5)</sup> Al riguardo occorre tuttavia osservare che, in sede di conversione dello schema in Decreto Legislativo, il testo sul punto, già riportato nel paragrafo introduttivo, è stato così modificato: "*Le attività di interesse generale di cui all'articolo 5 [...], si considerano di natura non commerciale quando sono svolte a titolo gratuito o dietro versamento di corrispettivi che non superano i costi effettivi, tenuto anche conto degli apporti economici degli enti di cui sopra e salvo eventuali importi di partecipazione alla spesa previsti dall'ordinamento*". Tale modifica del testo non è meramente formale ed evidenzia una differenza rilevante fra quanto previsto dagli estensori dello schema e quanto recepito nel provvedimento e non si può quindi sottacere che il citato commento della Relazione Illustrativa non è più allineato al testo poi approvato. Tuttavia — almeno a nostro parere — l'espressione "*tenuto anche conto degli apporti economici*" appare di interpretazione ambigua e dunque permane (o forse si accentua) l'indeterminatezza normativa circa il significato concreto da attribuire alla locuzione "costi effettivi".

<sup>(6)</sup> Cfr. mod. "B" (Rendiconto Gestionale) e mod. "C" (Relazione di Missione) di cui all'allegato al DM citato. Ai sensi del punto 22) dello schema di Relazione di Missione imposto, nella stessa deve essere inserito un prospetto illustrativo dei costi e dei proventi figurativi, se riportati in calce al Rendiconto Gestionale, da cui si evincano: i costi figurativi relativi all'impiego di volontari iscritti nell'apposito registro; le erogazioni gratuite di denaro e le cessioni o erogazioni gratuite di beni o servizi, per il loro valore normale; la differenza tra il valore normale dei beni o servizi acquistati ai fini dello svolgimento dell'attività statutaria e il loro costo effettivo di acquisto. Il tutto accompagnato da una descrizione dei criteri utilizzati per la valorizzazione di tali elementi.

uno dei fin qui pochissimi contributi di approfondimento offerti sul tema, si legge infatti: “*Nel calcolo della commercialità rientrano anche costi e proventi figurativi. Si tratta di un calcolo che dovrà tenere conto del c.d. «valore normale» dei beni e servizi acquistati o prestati a favore di terzi*” (7). A tal proposito è stato anche osservato che: “*per il calcolo dei predetti costi effettivi, sia dalla lettura del testo normativo che dalla Relazione illustrativa, non se ne coglie immediatamente il significato. Al riguardo, occorrerebbe un chiarimento in tal senso, tenuto conto che tra i costi effettivi, oltre ai costi diretti, potrebbero anche ricomprendersi quelli figurativi (di derivazione aziendalistica)*” (8).

Assumiamo dunque l'ipotesi che un ETS eroghi delle prestazioni sanitarie avvalendosi di personale volontario medico e paramedico che svolge la propria attività gratuitamente e/o che gli spazi utilizzati dall'ETS per erogare queste prestazioni siano stati concessi in uso da un filantropo in comodato gratuito. Ebbene, sotto il profilo *sostanziale* non si vede per quali ragioni il costo (figurativo) associato all'impiego di tali fattori produttivi possa essere escluso dai “costi effettivamente sostenuti” dall'ETS per l'erogazione delle prestazioni sanitarie in oggetto. Ci sembra infatti pacifico che l'ETS abbia impiegato concretamente tali “fattori produttivi” nel processo che ha portato alla erogazione del servizio e che — in assenza di queste “gratuità” e di queste forme di sostegno “in natura” — esso avrebbe dovuto sostenere finanziariamente (dunque “a titolo oneroso”) il costo connesso con l'acquisizione di tali fattori produttivi e che, di conseguenza, il loro “valore economico” debba senz'altro essere ricompreso nel computo dei “costi effettivi” sostanzialmente (ancorché non finanziariamente e dunque non contabilmente) sostenuti per poter erogare la prestazione stessa.

Si noti che questo computo non avrebbe solo “finalità autoconoscitive interne” (avere piena contezza dei propri “costi di produzione”), ma possa essere ragionevolmente accolto anche per finalità esterne, ad esempio per dimostrare sulla base di quale livello di “costo effettivo” sono stati stabiliti eventuali corrispettivi.

A tal proposito, un problema rilevante riguarda però le modalità di quantificazione dei componenti figurativi. Un'autorevole indicazione in proposito alla “valorizzazione” delle ore di lavoro prestate dai volontari è stata recentemente offerta dalla Fondazione OIC mediante il Principio Contabile OIC n. 35 sugli ETS, nel quale, preso atto che: “*un ente del Terzo Settore può presentare in calce al rendiconto gestionale i costi e proventi figurativi*”, che: “*i costi e i proventi figurativi sono quei componenti economici di competenza dell'esercizio che non rilevano ai fini della contabilità, pur originando egualmente dalla gestione dell'ente*” e che: “*quanto esposto nei costi e proventi*

---

(7) TASSANI T., SEPIO G. (2021), “*La commerciabilità degli enti si determina sui costi effettivi*”, *Il Sole 24 Ore*, 5 agosto.

(8) NAPOLITANO F. (2017), “*La riforma del terzo settore ed i nuovi regimi fiscali*”, *Terzo settore, non profit e cooperative*, 4.

*figurativi non deve essere già stato inserito nel rendiconto gestionale*” (par. 13), si prevede che: “*nei costi e proventi figurativi rientrano i costi e proventi figurativi relativi ai volontari iscritti nel registro di cui all’art. 17, comma 1, del Codice del Terzo Settore, nonché quelli relativi ai volontari occasionali. I costi e proventi figurativi sono rilevati al loro fair value, se attendibilmente stimabile. Qualora il fair value non sia attendibilmente stimabile, l’ente ne dà conto nella relazione di missione*” (par. 14). Quindi, per valorizzare ad esempio, il costo figurativo riconducibile alle ore di volontariato prestato, si dovrebbe fare riferimento alla retribuzione prevista dai contratti collettivi nazionali del lavoro per la corrispondente qualifica e inquadramento.

Riteniamo che, in termini più generali, il riferimento al *fair value* potrebbe essere utilizzato in modo più esteso anche per valorizzare le altre tipologie di componenti figurativi<sup>(9)</sup>.

Un riferimento normativo utile si ha poi sia nel modello di Relazione di Missione previsto dal citato D.M. 5 marzo 2020, sia nella relazione accompagnatoria allo schema del D. Lgs. 117/2017, in entrambi i quali, come anticipato, si cita il “valore normale”. Come è noto, il valore normale è una “categoria fiscale” disciplinata dall’articolo 9 del TUIR come: “*il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi*” così come previsto dal comma 3, ricordando che per “[...] la determinazione del valore normale si fa riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d’uso. Per i beni e i servizi soggetti a disciplina dei prezzi si fa riferimento ai provvedimenti in vigore”.

Riteniamo che tali modalità di quantificazione non siano in contrasto con quanto prima richiamato in relazione alle indicazioni del Principio Contabile OIC 35. In ogni caso, per evitare di trovarsi impreparati in caso di contenzioso con gli Uffici dell’Agenzia delle Entrate, gli ETS faranno bene a conservare idonea documentazione che comprovi la fondatezza dei valori adottati.

A margine di quanto sopra argomentato, in relazione alla possibilità/opportunità di includere gli oneri figurativi nel computo dei “costi effettivi”, vogliamo qui sottolineare un aspetto che ci sembra gestionalmente rilevante.

Come è noto, nel prospetto di Rendiconto Gestionale adottato per gli ETS i componenti figurativi possono essere esposti “in calce” al documento attraverso valori “autobilancianti”, dato che la fruizione, da parte dell’ETS stesso, di lavoro volontario, di beni concessi in comodato e di altre forme di “sostegno

---

<sup>(9)</sup> Sempre sul tema in oggetto si vedano anche OIL (2011), *Manual on the measurement of volunteer work*, Genève; POSTAL M., POZZOLI M., SEPIO G. (2021a), “Terzo settore, fair value per donazioni e volontari”, *Il Sole 24Ore*, 5 agosto; POSTAL M., POZZOLI M., SEPIO G. (2021b), “Si misurano con il fair value proventi e costi figurativi”, *Il Sole 24Ore*, 8 settembre.

in natura” prestate da soggetti che condividono gli scopi statutari dell’ETS rappresentano per quest’ultimo sia un “provento”, in quanto — appunto — beneficio fruito, che un onere, in quanto connessi con fattori produttivi impiegati nelle attività aziendali.

La “figuratività” di tali componenti è sancita dal fatto che essi non generano effetti tali da poterne consentire la rilevazione contabile in seno alla contabilità generale dell’Ente.

Tuttavia, nel momento in cui gli oneri figurativi co-determinano un “costo effettivo” che viene assunto come parametro per definire il valore di un corrispettivo, avviene un evento rilevante sotto il profilo gestionale, in quanto il corrispettivo (qui posto per semplicità pari alla misura del “costo effettivo”) darà vita ad uno scambio di “gestione esterna”, per effetto del quale l’ETS ne rileverà contabilmente il movimento finanziario (poniamo l’incasso di danaro) a fronte di un “provento”. Considerando, tuttavia, che solo la componente non figurativa del “costo effettivo” sarà transitata nella contabilità generale dell’ente e sarà riflessa nel suo Rendiconto Gestionale, così facendo si “realizzano” sostanzialmente e contabilmente i benefici connessi con i componenti figurativi inclusi nel “costo effettivo”, in quanto finanziariamente il valore “incassato” dall’ETS sotto forma di corrispettivo sarà maggiore delle “spese” connesse con tali costi. Sotto il profilo economico infatti il valore del corrispettivo risulterà maggiore dei costi rilevati in contabilità, dato che il “costo effettivo” usato per la fissazione del corrispettivo comprende anche una componente figurativa <sup>(10)</sup>.

In sostanza, così facendo, l’inserimento delle componenti figurative nei costi effettivi su cui determinare il corrispettivo induce, sostanzialmente e contabilmente, reali effetti finanziari ed economici (generando almeno potenzialmente una “marginalità contabile”), e dunque influenzando positivamente sia la situazione gestionale dell’ETS, sia i dati che da essa derivano e che sono esposti nel bilancio, e ciò va dunque ben oltre quanto si verrebbe indotti a ritenere prendendo atto dell’asserito e neutrale “autobilanciamento” delle componenti figurative riportate in calce al Rendiconto Gestionale.

### **3.2. La configurazione di costo “effettivo”.**

Già da tempo la dottrina aziendale postula che i costi “effettivi” non possono essere limitati ai soli “costi di diretta imputazione”. Chi scrive condivide questa impostazione, in quanto pienamente coerente con la *ratio*

---

<sup>(10)</sup> Al riguardo può essere utile un esempio: ipotizziamo che il “costo effettivo” di una data prestazione riconducibile alle attività di interesse generale di un ETS sia stato determinato in 30 euro e che a tale valore abbiano concorso oneri figurativi per 10 euro. Laddove si fissasse il prezzo del corrispettivo nella medesima misura del “costo effettivo”, e cioè in 30 euro, nella contabilità generale si avrebbe uno “sbilancio positivo” pari a 10 euro, dato che i 10 euro di oneri figurativi per definizione non possiedono i requisiti per poter essere iscritti in tale sistema di scritture e quindi non compaiono fra le grandezze che potranno essere epilogate nel Rendiconto Gestionale.

ispiratrice della disposizione in esame. Infatti, come già ricordato, il legislatore intende “decommercializzare” tutte quelle attività svolte a titolo gratuito oppure a fronte di corrispettivi (derivanti dall'erogazione di servizi oppure dalla cessione di beni), che, da soli, non sono in grado di “coprire” il costo complessivamente sostenuto dall'ETS per lo svolgimento di tutte le proprie attività.

Un rilevante contributo al riguardo è giunto anche dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, che nel 2019 <sup>(11)</sup> ha sostenuto come: “*in relazione alla nozione di “costi effettivi” [...occorre...] considerare un concetto di “costo pieno”, comprensivo quindi dei costi diretti e indiretti di produzione, ma anche dell'imputazione della quota relativa ai costi generali dell'ente*”. In tal senso il Consiglio Nazionale ritiene che il significato più coerente da applicare sia “*la dizione tecnica di «costi pieni effettivi» (nota anche come «full costing»)*”.

I contributi dottrinali più recenti in tema sono unanimemente concordi rispetto a tale orientamento. È stato infatti osservato che: “*nel concetto di costi effettivi entrano anche i costi generali di gestione relativi alle attività di interesse generale*” <sup>(12)</sup> e quindi che: “*il termine «effettivi» include, [...], infatti sia quelli diretti che quelli indiretti*” <sup>(13)</sup>.

Atteso quindi che possano essere considerati come effettivamente sostenuti anche i costi indiretti, si pone il problema di quali fra questi possano essere inclusi nel computo dei “costi effettivi” attribuibili ad attività di “interesse comune” e quali siano, invece, quelli da escludere. Ci sembra che il discrimine possa essere individuato nella esistenza (o meno) di una “inerenza funzionale” fra il costo comune e l'attività di cui si deve determinare il “costo effettivo”.

Rimaniamo, sempre a titolo di esempio, nella situazione prima ipotizzata, nella quale un ETS persegua le proprie finalità statutarie mediante l'erogazione di prestazioni sanitarie (o socio-sanitarie) a determinati utenti. Uno di questi servizi potrebbe essere quello di prestazioni specialistiche ambulatoriali a soggetti con patologie specifiche, non coperte dal Servizio Sanitario Nazionale. È pacifico che il costo dello staff di medici e paramedici dedicati alle visite erogate ai pazienti sia da ricomprendere all'interno dei “costi effettivi”, in quanto si tratta di una tipologia di costo imputabile in maniera diretta all'erogazione del servizio. Il dubbio potrebbe semmai sorgere in relazione alla necessità di includere o meno, come elemento componente del

<sup>(11)</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, Circolare Aprile 2019 “Riforma del Terzo settore: elementi professionali e criticità applicative”.

<sup>(12)</sup> COLOMBO G. M., “La commercialità degli enti del terzo settore: criticità operative”, *Cooperative e enti non profit*, 6/2021, p. 7.

<sup>(13)</sup> BELLICINI L., SPAMPINATO C., “La riforma del terzo settore e gli effetti sull'impianto organizzativo delle attuali onlus”, *Il fisco*, 19/2021, p. 1857. Al riguardo è stato anche osservato che: “per il calcolo dei predetti costi effettivi, sia dalla lettura del testo normativo che dalla Relazione illustrativa, non se ne coglie immediatamente il significato”, in NAPOLITANO F., “La riforma del terzo settore ed i nuovi regimi fiscali”, *Terzo settore, non profit e cooperative*, 4/2017.

“costo effettivo” del servizio stesso, il costo del laboratorio di analisi o del centro che effettua radiografie necessarie per formulare talune diagnosi.

Ebbene, nella impostazione qui accolta, il costo sostenuto dall'ETS per l'effettuazione di tali analisi o esami è certamente da ricomprendere all'interno dei “costi effettivi”, in quanto queste attività “di supporto” sono funzionali e necessarie per l'erogazione della prestazione sanitaria ai soggetti-utenti.

Quindi una quota dei costi “comuni” relativi al laboratorio di analisi e al centro di radiologia dell'ETS dovrà essere opportunamente “ribaltata” sulle prestazioni specialistiche ambulatoriali, in quanto “funzionalmente inerente”.

Spingiamoci oltre nel nostro esempio, immaginando che il nostro ETS sostenga anche un determinato costo per il compenso riconosciuto al direttore sanitario, sotto il cui coordinamento (e responsabilità) si svolgono anche tutte e tre le attività sopra richiamate. Anche in questo caso tale costo, comune ai diversi servizi dell'ETS, risulta funzionale all'erogazione degli stessi e dunque, come prima, potrà/dovrà essere ricompreso nei costi effettivi riferiti alle attività da cui scaturiscono le prestazioni direttamente erogate agli utenti.

La stessa situazione si avrebbe pure per il canone di locazione da corrispondere a fronte dell'utilizzo dei locali in cui vengono ricevuti i pazienti destinatari dei diversi servizi erogati dall'ETS. Anche in questo caso, infatti, il fattore produttivo sottostante al costo comune sostenuto è funzionale all'erogazione dei servizi stessi.

Nelle situazioni sopra prospettate si ha un tratto distintivo comune, e cioè il nesso di “inerenza funzionale” dei costi sostenuti rispetto al servizio erogato, nel senso che senza il sostenimento di tali costi, l'ETS non avrebbe potuto erogare il servizio.

Vi sono però altre tipologie di costi comuni che sollevano questioni circa la loro “imputabilità” ai costi effettivi delle attività in oggetto ed in particolare quelli “generali” o “di struttura”, ovvero sia quei costi che sono sostenuti per il complessivo funzionamento dell'Ente, senza che essi siano strettamente o specificamente funzionali all'espletamento delle attività statutarie.

Immaginiamo che l'ETS qui assunto come esempio abbia affidato ad un professionista esterno tutte le attività connesse con le elaborazioni di contabilità analitica, la redazione del bilancio annuale e le dichiarazioni fiscali, e che l'Ente sostenga, per questo “pacchetto” di servizi, un costo annuale predefinito. Tale costo, per quanto illustrato in precedenza, non si configurerebbe come “funzionalmente inerente” alle attività erogative svolte dall'ETS, ma connesso con il regolare svolgimento dell'insieme delle attività amministrative e fiscali a cui è sottoposto l'Ente stesso. Pur configurandosi come “indiretto”, è un costo di natura ben diversa rispetto ai costi comuni che l'ETS sostiene in seno alle (e a supporto delle) proprie attività statutarie, non risultando funzionalmente connesso con l'erogazione dei servizi e delle prestazioni ai soggetti “beneficiari”/destinatari di tali attività.

Si tratta dunque di un costo che concerne il “funzionamento amministrativo” dell’Ente, che dunque non viene strettamente sostenuto nel perseguimento di quelle “*finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale*”, richiamate nella normativa e specificate dall’ETS nello statuto.

Non diversa apparirebbe, sempre a nostro avviso, la situazione laddove tale pacchetto di attività amministrative e fiscali fosse svolto internamente all’ETS da personale a ciò specificamente preposto: anche in questo caso i costi connessi non sarebbero riconducibili ad attività di supporto diretto alla erogazione delle prestazioni connesse con le attività statutarie, ma al complessivo funzionamento amministrativo dell’ETS.

Costi ed oneri con queste caratteristiche non dovrebbero dunque poter essere considerati nel computo di quelli da cui far emergere il “costo effettivo”, non solo perché non “funzionalmente inerenti” alle attività attraverso cui perseguire le finalità sopra richiamate, ma anche per evitare possibili storture e comportamenti “opportunistici” da parte degli amministratori degli ETS.

Occorre infatti ricordare che quanto incluso nei “costi effettivi” viene poi confrontato con i “corrispettivi” per determinare se l’attività sia da considerarsi “commerciale” o “non commerciale”.

Dunque, a fronte di “costi effettivi” più alti, potranno essere anche più alti i “corrispettivi” che potrà chiedere l’ETS, pur sempre mantenendo l’attività qualificabile come “non commerciale”.

Se venisse accettata l’impostazione che vede i costi di “funzionamento/struttura” (nel nostro esempio il costo del commercialista) come da ricomprendere all’interno dei “costi effettivi”, si potrebbero anche creare potenziali distorsioni e disparità di trattamento a seconda della dimensione dell’Ente. Ad esempio, potrebbero risultare favoriti gli ETS con una struttura amministrativa sovradimensionata rispetto a quelli che si fossero dotati di una struttura più “snella”, potendo i primi, a parità di volumi di attività, calcolare un “costo effettivo”, e quindi potenzialmente un “corrispettivo”, più elevati, il che ci sembra contrario alla *ratio* del disposto normativo.

Si noti inoltre che per gli ETS il valore dei corrispettivi (quando presenti) non può essere determinato a partire da una configurazione di “costo di prodotto/servizio” analoga a quella assunta da una azienda privata for profit. In queste ultime, infatti, l’equilibrio economico a valere nel tempo<sup>(14)</sup> postula la capacità dell’impresa di saper durevolmente generare ricavi tali da riuscire a coprire tutti i costi da essa sostenuti e da lasciare un “congruo” margine di reddito. Questa attitudine non deve necessariamente essere verificata sistematicamente, in ogni esercizio, ma se non è “strutturalmente” presente, evidenzia l’incapacità dell’impresa stessa di conseguire quegli obiettivi di “adeguato beneficio economico” (cioè di redditività attesa) per i soci a fronte degli investimenti da essi operati, che stanno alla base della costituzione

<sup>(14)</sup> Cfr. GIANNESI E., *Le aziende di produzione originaria*, Cursi, Pisa, 1960, p. 46.

dell'impresa stessa. In tali realtà è quindi normale che — laddove il mercato lo consenta — si cerchi di definire un prezzo di vendita “remunerativo” a partire da un “costo pieno” (*full cost*) assunto tecnicamente nella configurazione di costo economico-tecnico e di non scendere al di sotto del valore corrispondente alla configurazione di costo complessivo, dato che per una impresa il prezzo di vendita mediamente praticato per la cessione dei beni o dei servizi aziendali deve poter coprire il costo di tutti i fattori produttivi variamente impiegati dalla stessa, quindi anche i costi amministrativi e quelli generali aziendali (quali gli oneri finanziari e le imposte).

Per gli ETS è diverso, in quanto essi, per perseguire le loro complessive condizioni di equilibrio dinamico, non possono (e non devono) ricavare le proprie risorse unicamente dai corrispettivi delle attività connesse con il perseguimento delle loro finalità statutarie, tant'è che tali corrispettivi sono solo eventuali. Per gli ETS, infatti, le complessive condizioni di sostenibilità economico-finanziaria vanno ricercate soprattutto attraverso altre attività, riconducibili alla “gestione acquisitrice”<sup>(15)</sup>, quali quelle connesse con la gestione di investimenti patrimoniali fruttiferi, l'attuazione di attività di raccolta fondi, l'ottenimento di quote dagli associati, finanche (almeno potenzialmente) l'esercizio di attività qualificabili come d'impresa.

Dunque, sempre a nostro avviso, mancano valide ragioni logiche ed economiche per sostenere la tesi che (almeno in linea di principio) ogni costo sostenuto dall'ETS possa essere ricompreso (seppure pro-quota) nei “costi effettivi” di cui qui si tratta, con particolare riferimento ai costi di struttura e generali aziendali.

Per le ragioni sopra esposte, riteniamo quindi che possano partecipare alla determinazione dei “costi effettivi” solo i costi comuni che risultino però inerenti (cioè strettamente funzionali) allo svolgimento delle “attività di interesse generale” dell'Ente (cioè quelle connesse con il perseguimento delle finalità statutarie dell'ETS), mentre tutti i costi che non possiedono tale caratteristica non potranno essere ricompresi fra quelli su cui determinare i “costi effettivi” da assumere come parametro ai fini della quantificazione del “corrispettivo” richiesto a fronte del servizio erogato.

Evidentemente l'accoglimento di questa impostazione di principio ridurrebbe certamente le aree di potenziale “contenzioso” fra ETS ed Agenzia delle Entrate, lasciando comunque, inevitabilmente, alcune “aree grigie”, a fronte di situazioni particolari nelle quali emergessero costi sostenuti per attività che risultassero “border line” fra quelle di funzionamento e quelle “statutarie”.

Si noti, tuttavia, che la posizione qui accolta si discosta da quella (più “favorevole”) assunta dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili nella circolare del 2019 (già citata in precedenza) secondo la quale occorre: “[...] considerare un concetto di “costo pieno”, com-

---

<sup>(15)</sup> Cfr. TIEGHI M., DEL SORDO C., BACCOLINI L., “Il rendiconto gestionale per gli Enti del Terzo Settore: riflessioni e proposte”, *Management control*, n. 2/2022.

*previsivo quindi dei costi diretti e indiretti di produzione, ma anche dell'imputazione della quota relativa ai costi generali dell'ente"* <sup>(16)</sup>.

Questa nostra impostazione ci sembra trovi una conferma, per analogia, con quanto previsto dal Principio contabile OIC 23 sui "costi di commessa" e dal Principio contabile internazionale IAS 11, i quali pongono precise limitazioni in merito alla imputabilità dei costi amministrativi e generali aziendali <sup>(17)</sup>.

Dunque, in relazione alla definizione delle diverse tipologie di costo finanziariamente sostenute dall'azienda da considerarsi come imputabili alle attività di interesse generale dell'ETS, riteniamo che tali indicazioni, contenute nei principi contabili nazionali ed internazionali in tema di valutazione, contabilizzazione e rappresentazione delle commesse, possano fornire un efficace riferimento nell'identificare analogie utili a definire quali tipologie di costo possano essere incluse e quali invece vadano omesse, oltre che a suggerire quali siano i trattamenti contabili più adeguati, sottolineando contestualmente la necessità per l'ETS di dotarsi di strumenti contabili interni simili a quelli che connotano la contabilità analitica delle imprese multiprodotto/multiservizio o che — appunto — operano su commessa.

### 3.3. Modalità di ripartizione di costi comuni a più attività.

Posto quindi che aprioristicamente non è accettabile che possano essere considerati come effettivamente sostenuti solo i costi di diretta imputazione

---

<sup>(16)</sup> Tra l'altro, occorre ricordare che l'articolo 143 del TUIR dispone che per gli enti non commerciali "[...] non si considerano attività commerciali le prestazioni di servizi non rientranti nell'articolo 2195 del codice civile rese in conformità alle finalità istituzionali dell'ente senza specifica organizzazione e verso pagamento di corrispettivi che non eccedono i costi di diretta imputazione (sottolineatura nostra)". Ne emerge che l'impostazione da noi qui proposta, ai fini del calcolo del "costo effettivo" di cui si tratta per gli ETS, si colloca in una posizione in qualche modo intermedia fra quella indicata dal CNDC-EC e quella di cui all'art. 143 del TUIR.

<sup>(17)</sup> Il Principio contabile OIC 23, al par. 32, precisa che i costi di commessa includono: a) i costi direttamente riferibili alla commessa (costi diretti); b) i costi riferibili all'intera attività produttiva e ripartiti, per imputazione, sulle singole commesse (costi indiretti); c) ogni altro costo addebitabile al committente sulla base delle clausole contrattuali, specificando poi che: "I costi indiretti comprendono a titolo esemplificativo ma non esaustivo: costi di progettazione (se tali costi si riferiscono all'intera attività produttiva o sono attribuibili a più commesse); i costi di assicurazione e altri costi generali di produzione (par. 34). [...] I costi indiretti sono imputati alle singole commesse con criteri sistematici e razionali sulla base del livello ordinario dell'attività di costruzione; [...] (par. 35)". Mentre: "I costi generali e amministrativi e i costi di ricerca e sviluppo sono considerati ai fini della determinazione dei costi di commessa laddove siano specificatamente addebitabili al committente sulla base delle clausole contrattuali (par. 36)". Inoltre, ai sensi delle indicazioni di cui al par. 37, ci sono anche forti limitazioni alla imputabilità dei costi sostenuti per l'acquisizione della commessa. In proposito, il Principio contabile internazionale IAS 11, al par. 20, precisa i costi che di regola sono esclusi da quelli imputati ad una commessa o lavoro su ordinazione e precisamente: a) i costi generali amministrativi il cui rimborso non sia previsto nel contratto; b) i costi di vendita; c) i costi di ricerca e sviluppo il cui rimborso non sia previsto nel contratto; e d) l'ammortamento di impianti e macchinari inattivi non utilizzati in una particolare commessa. In sostanza, quindi, di regola nel calcolare i "costi di commessa" (qui intesi come riferiti ad una particolare area di attività produttiva) i costi amministrativi, generali aziendali e di "acquisizione" (commerciali) vanno esclusi e ci sembra ragionevole poter proporre una analogia con le problematiche trattate in testo.

ad ogni attività, occorre sottolineare che le modalità di ripartizione di costi comuni a più attività costituiscono uno dei principali problemi che connotano le elaborazioni della contabilità analitica, problema che nelle imprese si è venuto via via accentuando nel tempo a mano a mano che il progresso tecnologico e i processi produttivi hanno ribaltato il rapporto fra i costi direttamente imputabili agli oggetti di riferimento (un tempo prevalenti) e i costi riferibili ad essi solo in via mediata (i costi indiretti).

A fronte di questa evoluzione sono state progressivamente offerte nel tempo soluzioni via via più complesse, con metodologie di costificazione dapprima tradizionali (base unica aziendale, base multipla aziendale, centri di costo) e successivamente più “innovative” (Activity-Based Costing).

Non è questa certamente la sede per riprendere le problematiche sottostanti a queste diverse metodologie, ma riteniamo fondamentale sottolineare la “non neutralità” degli effetti che derivano dalle scelte di ripartizione dei costi indiretti riferibili a più attività (ed in particolare di quelli comuni) sul livello dei relativi “costi effettivi”: cambiando la metodologia di riparto di tali costi si modifica il *quantum* di costo “effettivo” di ciascuna tipologia di attività (e quindi, almeno potenzialmente, il correlato “corrispettivo”).

Considerando che l’espressione “effettivo” non può implicare in alcun modo il requisito della “oggettività determinativa”, elevato è il rischio che la discrezionalità tecnica implicita nelle scelte contabili da cui scaturiranno tali “costi effettivi” possa essere utilizzata anche in modo opportunistico, sulla base di una valutazione dei benefici fiscali in tal modo ottenibili. Ed è proprio per questa ragione che riteniamo che, anche su questo aspetto, occorrerebbe fare chiarezza, stabilendo che ai fini fiscali, se non vengono imposte regole dall’Amministrazione Finanziaria, gli ETS siano liberi di adottare meccanismi e procedimenti propri, seppure in modo formalizzato, trasparente e documentabile rispetto alle possibili verifiche fiscali.

Per quanto concerne, in particolare, il tema relativo alle tecniche da utilizzare per la ripartizione ed imputazione dei costi che risultano essere “comuni” a più attività qualificabili come “di interesse generale”, riteniamo utile iniziare da una ricognizione circa alcune indicazioni e previsioni normative in tema.

Per quanto riguarda le disposizioni fiscali, l’articolo 144 del TUIR prevede che: *“le spese e gli altri componenti negativi relativi a beni e servizi adibiti promiscuamente all’esercizio di attività commerciali e di altre attività, sono deducibili per la parte del loro importo che corrisponde al rapporto tra l’ammontare dei ricavi e altri proventi che concorrono a formare il reddito d’impresa e l’ammontare complessivo di tutti i ricavi e proventi”*.

In chiave “tributaria”, appare certamente plausibile la possibilità che tale noto e radicato criterio venga pragmaticamente esteso in via analogica, dall’Agenzia delle Entrate, anche alla fattispecie in oggetto. Tuttavia, dal punto di vista economico-aziendale, occorre osservare che ciò non sia necessariamente da considerarsi come condivisibile, stante il diverso approccio

metodologico seguito in seno agli studi di Contabilità Analitica nell'affrontare le complesse tematiche di ripartizione dei costi indiretti.

Alla luce delle differenze di possibile approccio, che derivano dalle diverse prospettive assunte, riteniamo quindi che sia auspicabile che il Legislatore fornisca indicazioni “tecniche” più chiare circa il criterio e le modalità da utilizzare per effettuare il riparto.

In assenza di ciò, gli ETS si potrebbero sì trovare nella flessibile condizione di utilizzare il criterio maggiormente idoneo per ciascuna singola situazione concreta, ma col rischio di possibili maggiori contenziosi fisco-contribuente: come già sottolineato, è infatti del tutto evidente che dall'utilizzo di metodologie di calcolo e di criteri diversi si perverrà a risultati differenti, pur a fronte di una medesima “base dati” e situazione aziendale.

A margine del tema trattato, può poi essere utile rilevare che il Principio OIC 23, in relazione al trattamento contabile delle operazioni su commessa, prevede al paragrafo 35, già richiamato, che: *“i costi indiretti sono imputati alle singole commesse con criteri sistematici e razionali sulla base del livello ordinario dell'attività di costruzione; tali criteri sono applicati coerentemente a tutti i costi che hanno caratteristiche simili. L'attribuzione dei costi indiretti alle singole commesse avviene solitamente sulla base di un'organizzazione gestionale e di contabilità industriale strutturata secondo centri di costo”*.

Anche il Principio IAS 11 prevede che i costi indiretti possono essere imputati ad una commessa, *“[...] impiegando criteri sistematici e razionali e sono applicati coerentemente a tutti i costi che hanno caratteristiche simili. L'imputazione si basa sul livello ordinario dell'attività di costruzione”* (par. 18).

Giova poi, a tal proposito, sottolineare come esista una correlazione fra la “precisione” e l'affidabilità dei dati di costo ottenuti e la complessità della metodologia all'uopo utilizzata, in particolare nelle situazioni in cui la componente dei costi indiretti da gestire contabilmente sia divenuta ormai preponderante rispetto ai costi di diretta imputazione. In queste situazioni, ciò ha portato ad orientarsi verso l'adozione degli strumenti di “costificazione” più complessi (centri di costo e Activity-Based Costing), sia nel mondo delle imprese, sia in quello delle aziende pubbliche (per queste ultime con una spiccata preferenza normativa per l'utilizzo dei centri di costo).

Tuttavia, anche per le imprese deve sempre essere bilanciato il beneficio di poter disporre di informazioni affidabili, rispetto ai costi richiesti per l'ottenimento di tali informazioni.

Dunque, in realtà aziendali di dimensioni minori o minime potranno esserci difficoltà rilevanti (o insuperabili) nel potersi dotare degli strumenti più sofisticati per la più attendibile determinazione delle quote di costi indiretti da attribuire ai prodotti/servizi aziendali.

Se in astratto si potrebbe essere quindi indotti a ritenere che l'utilizzo della metodologia più elaborata e sofisticata sia sempre la soluzione da preferire, tale considerazione mal si concilia con la realtà in cui versa la

stragrande maggioranza degli ETS, che sono spesso caratterizzati da ridotte dimensioni e difficilmente sono dotati (o riescono efficientemente a dotarsi) di forme evolute di contabilità analitica.

Occorrerà quindi individuare situazione per situazione le opzioni tecniche più idonee a contemperare la necessità di trovare una soluzione accettabile al problema della imputazione dei costi indiretti alle attività statutarie, senza che ciò generi insostenibili incrementi nei costi di supporto amministrativo (e gestionale) per l'ETS.

In questo senso, riteniamo che la metodologia e i criteri di riparto da utilizzare nelle diverse fattispecie siano difficilmente standardizzabili. È però necessario che si adottino modalità “strutturate” e razionali, che possano essere illustrate in modo trasparente e puntuale nel caso in cui lo richieda il verificatore fiscale. Inoltre, come già accade per taluni criteri di valutazione alternativi previsti dal Codice Civile in sede di redazione del bilancio di esercizio, ci sembra fortemente raccomandabile che, una volta operata una scelta metodologica, questa rimanga costante per i periodi successivi, salvo che non subentrino, in modo inatteso, ragioni oggettive tali da poter giustificare un cambiamento nella metodologia di costificazione precedentemente adottata<sup>(18)</sup>. Riteniamo che questo principio sia importante non solo per permettere una comparabilità dei dati aziendali nel tempo, ma soprattutto per evitare comportamenti “opportunistici” da parte degli amministratori nell'utilizzo della discrezionalità tecnica ad essi inevitabilmente attribuita a questo riguardo.

#### 4. Considerazioni conclusive.

Concludiamo questo nostro contributo con una sintesi delle considerazioni esposte e delle proposte presentate.

La nozione di “costo effettivo” è sostanzialmente indeterminata e suscettibile di molteplici interpretazioni.

Ai fini del calcolo dei costi delle prestazioni connesse con le attività di interesse generale di un ETS, pensiamo che possa essere ragionevole computare sia i costi rilevati dalla contabilità generale, sia gli oneri figurativi.

A livello operativo, per evitare comportamenti “opportunistici” da parte degli ETS nella quantificazione di questi particolari costi (per i quali non vi è per definizione la possibilità di utilizzare i flussi monetari per misurare “oggettivamente” il valore di acquisizione del fattore produttivo correlato e

---

<sup>(18)</sup> Il meccanismo richiamato in testo è in effetti del tutto simile a quello previsto dall'art. 2423-bis C.C., laddove si impone agli amministratori il rispetto della costanza dei criteri di valutazione (c. 1, pt. 6), ma si consente loro di derogare a questo principio generale “in casi eccezionali”, motivando nella nota integrativa le ragioni della deroga e indicando l'influenza derivante dalla deroga “sulla rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico” (c. 2).

dunque l'ammontare del relativo costo), occorrerebbero disposizioni normative puntuali circa i meccanismi di valorizzazione dei fattori produttivi stessi, mentre l'unico riferimento normativo che si rinviene è quello al "valore normale". Ciò al fine di poter fornire sia agli ETS che all'Amministrazione Finanziaria dello Stato elementi di principio e metodologie di calcolo utili per stabilire la "congruità" (o meno) dei costi effettivi attribuiti dagli ETS alle attività di interesse generale nel perseguimento delle proprie finalità statutarie.

Posto per scontato che la componente di diretta imputazione di tali costi debba sempre essere considerata nel computo, è nostra opinione che solo alcuni costi comuni di indiretta imputazione dovrebbero invece essere compresi e precisamente quelli per i quali sussista una relazione di "inerenza funzionale" fra l'elemento sottostante al costo e le attività di interesse generale di cui è necessario determinare il "costo effettivo". Per cui — almeno in linea di massima — i costi di funzionamento amministrativo, quelli di "struttura" e i costi generali aziendali andrebbero sempre esclusi, dovendosi provvedere alla loro copertura economica con le risorse che l'ETS acquisisce attraverso altre attività, quali quelle di gestione di investimenti patrimoniali fruttiferi, raccolta fondi, quote dagli associati e finanche veri e propri nuclei di attività di impresa.

Le metodologie per il calcolo dei "costi effettivi" sono le stesse già in uso da molto tempo in seno alla Contabilità Analitica delle imprese e delle aziende pubbliche, ma non possono essere preordinate in modo rigido e codificato, dovendosi adattare a realtà aziendali che nel caso degli ETS risultano particolarmente eterogenee per dimensione, tipo di attività svolta, complessità gestionale e volume delle risorse gestite. È però necessario che, una volta che sia stata "soggettivamente" esercitata una delle varie opzioni possibili, il processo di "costificazione" avvenga in modo razionale, trasparente, strutturato e costante nel tempo.

In ogni caso è prudente che l'ETS sia in grado di illustrare adeguatamente all'Amministrazione Finanziaria le logiche e le metodologie di calcolo adottate e — conseguentemente — possa "giustificare" i valori di costo assunti come base per definire gli eventuali corrispettivi richiesti per le proprie prestazioni "non commerciali".

## MASSIME

*Residenza fiscale — Soggetto iscritto all'AIRE — Competenza per l'accertamento.*

Ove l'Ufficio non contesti la residenza del contribuente in un paese a fiscalità privilegiata, la competenza dell'Ufficio che procede all'accertamento del reddito si determina, al pari di qualunque cittadino non residente in Italia, in base al Comune in cui si è prodotto il reddito o, se il reddito è prodotto in più Comuni, in quello in cui è stato prodotto il reddito più elevato, senza che abbia rilievo l'eventuale domicilio fiscale dichiarato dal contribuente per i redditi prodotti in Italia.

Ai contribuenti iscritti all'AIRE per i quali l'Ufficio non accerti la sussistenza della residenza effettiva in Italia e per i quali non contesti la residenza al di fuori del territorio dello Stato, si applica il principio della tassazione del reddito prodotto in Italia. Questo principio è applicabile:

— sia ai contribuenti residenti nei Paesi non rientranti in black list per i quali non sussistono i presupposti di cui all'art. 2 co. 2 del TUIR;

— sia ai contribuenti residenti in Paesi a fiscalità privilegiata di cui l'Ufficio non contesti l'effettiva residenza anagrafica e, pertanto, per i quali non si faccia applicazione dell'art. 2 co. 2-bis del TUIR.

Non contrasta con tale interpretazione l'art. 58 co. 2 del DPR 600/1973, secondo cui “i cittadini italiani (...) considerati residenti ai sensi dell'articolo 2, comma 2-bis, del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, hanno il domicilio fiscale nel comune di ultima residenza nello Stato”. Tale norma si limita, infatti, a stabilire che, per i contribuenti residenti in Paesi a fiscalità privilegiata di cui l'Ufficio sostenga la residenza in Italia (e, quindi, la apparenza della residenza estera) in applicazione dell'art. 2 co. 2-bis del TUIR, la competenza all'accertamento dei maggiori redditi, ovunque prodotti, spetta in ogni caso — al pari dei cittadini non residenti — all'Ufficio di ultima residenza in Italia. Il presupposto dell'applicazione di tale disposizione è, quindi, che l'Ufficio invochi la presunzione di cui all'art. 2 co. 2-bis del TUIR al fine di dedurre la fittizia residenza nel Paese in black list.

Pertanto, in assenza di una contestazione relativa al fatto che la cancellazione dall'Anagrafe residenti non abbia effettivamente reciso i legami del contribuente con il territorio dello Stato, non può negarsi applicazione al criterio, residuale, della mera tassazione in Italia del solo reddito prodotto dal cittadino non residente.

*Cass. civ., Sez. V, sent., 3 maggio 2022, n. 13983 - [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it).*

\* \* \*

*Agevolazioni prima casa — Immobile non di lusso — Disciplina sopravvenuta — Favor rei.*

Non integra un'ipotesi di *abolitio criminis* la successione di norme che ha interessato il disconoscimento dell'agevolazione prima casa per gli immobili di lusso.

Prima della modifica dell'art. 33 del D.lgs. 175/2014 gli immobili considerati "di lusso" *ex* DM 2.8.69 non potevano accedere all'aliquota agevolata, mentre nel sistema successivo potevano fruirne, se classificati in determinate categorie catastali.

I giudici rilevano che il D.lgs. 175/2014 non è retroattivo e non ha inciso sull'infrazione, in quanto continua a rilevare il mendacio dichiarato in atto per quanto riguarda il suo oggetto.

Trattasi di interpretazione coerente con il consolidato orientamento della Corte, che ha escluso l'*abolitio criminis* in caso di abrogazione dell'imposta così come in caso di abolizione dell'adempimento che funge da presupposto per la condotta sanzionabile (dirimente in tal senso è l'abrogazione dell'obbligo di indicazione separata dei costi *black list* in dichiarazione).

*Cass. civ., SS.UU, sent., 27 aprile 2022, n. 13145 - www.eutekne.it*

\* \* \*

*Imposta di registro — Riqualficazione dell'atto — Elementi extratestuali — Esclusione.*

Alla luce degli interventi legislativi che hanno modificato l'art. 20 del d.p.r. n. 131 del 1986 e delle pronunce della Corte Costituzionale che ha ritenuto infondate le questioni di legittimità costituzionale della norma, destituita di fondamento rimane la pretesa dell'amministrazione di riqualficare l'atto presentato alla registrazione in relazione ad un elemento interpretativo (il permesso di costruire richiesto dalla parte acquirente) esterno al contratto (che aveva ad oggetto la compravendita di un complesso immobiliare), elemento extratestuale utilizzato in funzione dell'emersione di un oggetto contrattuale (area edificabile) diverso da quello effettivamente pattuito nell'atto presentato alla registrazione.

*Cass. civ., Sez. V, ord., 22 aprile 2022, n. 12845 - Ipsos Quotidiano.*

\* \* \*

*Ordinanza interlocutoria — Imposta di registro — Notaio — Responsabilità per gli atti enunciati.*

La Quinta Sezione civile ha rimesso al Primo Presidente, per l'eventuale

assegnazione alle Sezioni Unite, ai sensi dell'art. 374, comma 2, c.p.c., la questione, ritenuta di massima di particolare importanza, se il notaio, che abbia ricevuto un atto pubblico o autenticato una scrittura privata, sia responsabile, ai sensi dell'art. 57, comma 1, del d.P.R. n. 131 del 1986, anche per il pagamento dell'imposta di registro sugli atti enunciati, ai sensi dell'art. 22, comma 1, del citato d.P.R. n. 131.

*Cass. civ., Sez. V, ord., Int. 6 aprile 2022, n. 11118 - www.cortedicassazione.it - Giurisprudenza civile*

\* \* \*

*Ordinanza interlocutoria — Imposta di registro — Atti negoziali — Art. 20 del d.p.r. n. 131 del 1986 — Portata — Rinvio pregiudiziale alla Corte UE.*

La Quinta Sezione civile, in tema di interpretazione del combinato disposto dell'art. 20 del d.P.R. n. 131 del 1986 sull'imposta di registro rispetto alla parallela disciplina dell'IVA sulla cessione dei beni, ha disposto il rinvio pregiudiziale alla Corte UE, ai sensi dell'art. 267 TFUE, formulando il seguente quesito: "Se gli artt. 5, numero 8, della direttiva n. 77/388/CEE e 19 della direttiva n. 2006/112/CE ostino ad una disposizione nazionale come l'art. 20 del d.P.R. 26 aprile 1986, n. 131, modificato dall'art. 1, comma 87, lettera a), numeri 1 e 2, della legge 27 dicembre 2017, n. 205 e dall'art. 1, comma 1084, della legge 30 dicembre 2018, n. 145, che impone all'Amministrazione finanziaria di qualificare l'operazione intercorsa tra le parti esclusivamente sulla base degli elementi testuali contenuti nel contratto con divieto del ricorso ad elementi extra-testuali (ancorché essi siano oggettivamente esistenti e provati), derivandone la preclusione assoluta per l'Amministrazione finanziaria di provare che la prestazione economica, integrante una cessione di azienda, in sé indissociabile, è stata in realtà artificialmente scomposta in una pluralità di prestazioni — le plurime cessioni dei beni — con il conseguente riconoscimento della detrazione IVA in assenza dei requisiti previsti dal diritto dell'Unione europea".

*Cass. civ., Sez. V, ord., Int. 31 marzo 2022, n. 10823 - www.cortedicassazione.it - Giurisprudenza civile*

\* \* \*

*Iva — Reverse charge — Meccanismo.*

Il meccanismo del reverse charge sposta sul cessionario l'onere di versare l'Iva: in particolare, chi effettua la cessione di beni o la prestazione di servizi non espone l'Iva in fattura e non è debitore verso l'erario, mentre chi riceve la

fattura emessa in regime di *reverse charge*, è tenuto ad integrarla con l'Iva dovuta e a provvedere alla relativa annotazione nel registro delle vendite.

*Cass. civ., Sez. V, sent., 15 marzo 2022, n. 8283 - Ipsa Quotidiano.*

\* \* \*

*Ordinanza interlocutoria — Atti impugnabili — Atti impositivi conosciuti dal contribuente solo attraverso un estratto di ruolo — Autonoma impugnabilità — Ius superveniens — Art. 3-bis del d.l. 146 del 2021 — Natura — Limiti.*

La Sezione Quinta civile ha rimesso gli atti al Primo Presidente, per l'eventuale assegnazione alle Sezioni Unite, della questione di massima di particolare importanza relativa alla portata applicativa dell'art. 3-bis del d.l. n. 146 del 2021, conv. dalla l. n. 215 del 2021, avente ad oggetto la “non impugnabilità dell'estratto di ruolo e limiti all'impugnabilità del ruolo”, ed in particolare se tale norma abbia natura sostanziale (con efficacia *ex nunc*), attenendo al presupposto impositivo, o processuale, e se, ed entro quali limiti, possa ritenersi ancora valido il principio affermato da S.U. n. 19704 del 2015, secondo cui il contribuente — che assuma di non aver ricevuto la rituale notifica di provvedimenti impositivi e che scopra “occasionalmente” la sussistenza di iscrizioni a ruolo — può impugnare “in via diretta” tali atti tributari, con tutela “anticipata”, quindi prima della loro rituale notificazione nei suoi confronti mediante l'impugnazione degli estratti di ruolo.

*Cass. civ., Sez. V, ord., Int. 11 febbraio 2022, n. 4526 - www.cortedicassazione.it — Giurisprudenza civile.*

\* \* \*

*Apertura di pieghi, borse e casseforti — Autorizzazione del Procuratore della Repubblica — Necessità solo in caso di apertura coattiva — Consenso del Contribuente — Rilevanza — Obblighi informativi — Sussistenza — Fondamento.*

Le Sezioni Unite, pronunciando su questione di massima e di particolare importanza, hanno affermato che in tema di accertamento delle imposte, l'autorizzazione del Procuratore della Repubblica all'apertura di pieghi sigillati, borse, casseforti e mobili in genere, prescritta in materia di IVA dall'art. 52, comma 3, del d.P.R. n. 633 del 1972 (e necessaria anche in tema di imposte dirette, in virtù del richiamo contenuto nell'art. 33 del d.P.R. n. 600 del 1973), è richiesta soltanto nel caso di “apertura coattiva”, e non anche ove l'attività

di ricerca si svolga con il libero consenso del contribuente, senza che ai fini della valida espressione di tale consenso sia necessario che il contribuente sia stato informato della sussistenza di una previsione di legge che, in caso di sua opposizione, consente l'apertura coattiva solo previa autorizzazione del Procuratore della Repubblica, non rinvenendosi un obbligo in tal senso nell'art. 52 cit. e neanche nell'art. 12, comma 2, della l. n. 212 del 2000.

*Cass. civ., SS.UU., sent., 2 febbraio 2022, n. 3182 - [www.cortedicassazione.it](http://www.cortedicassazione.it) - Giurisprudenza civile.*

## ATTUALITÀ

*Circolare — Piani di risparmio a lungo termine — Chiarimenti.*

Con la circolare n. 10/E del 4 maggio 2022 l’Agenzia delle entrate fornisce i necessari chiarimenti sulla nuova disciplina dei Piani di risparmio a lungo termine alla luce delle modifiche apportate dalla legge di Bilancio 2022. Tra le novità viene dato risalto all’innalzamento della soglia dei limiti di investimento nei Pir ordinari e quali siano i comportamenti in caso di piani attivati secondo la precedente disciplina.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 10/E del 4 maggio 2022, Fiscooggi.it*

\* \* \*

*Circolare — Novità fiscali del Bilancio 2022 — Chiarimenti.*

Con la circolare n. 9 del 1° aprile 2022, l’Agenzia delle entrate torna a occuparsi delle novità fiscali introdotte da vari commi dell’articolo 1 dell’ultima legge di bilancio, la n. 234/2021, fornendo ulteriori chiarimenti interpretativi. Nel documento di prassi, in particolare, analizza le novità introdotte in materia di imposte dirette (alcune mere proroghe di norme già esistenti) e la norma sulla stabilizzazione a regime del limite massimo dei crediti di imposta e dei contributi compensabili o rimborsabili.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 9/E del 1° aprile 2022, Fiscooggi.it*

\* \* \*

*Circolare — Termini relativi all’agevolazione prima casa e al credito d’imposta per il riacquisto — Sospensione dal 23.2.2020 al 31.3.2022 — Novità del DL 228/2021 convertito (c.d. “Milleproroghe”) — Chiarimenti.*

L’Agenzia delle Entrate ha illustrato le novità in materia di imposta di registro, IVA e IRAP contenute nel DL 228/2021 convertito (c.d. decreto Milleproroghe).

Per quanto concerne l’agevolazione prima casa, l’Agenzia ha ricordato che l’art. 3 co. 5-septies del DL 228/2021 (inserito in sede di conversione in legge), intervenendo sull’art. 24 del DL 23/2020, ha spostato al 31.3.2022 il termine finale della sospensione dei termini di prima casa. La sospensione — precisa l’Agenzia — opera anche nel periodo 1.1.2022 — 28.2.2022, anteriore all’en-

trata in vigore della legge di conversione (L. 15/2022) che ha prorogato il termine finale al 31.3.2022.

Per quanto concerne l'IVA, viene rammentato il rinvio al 31.7.2022 dei versamenti in scadenza nel periodo tra il 1.1.2022 e 30.6.2022 in favore dei soggetti che svolgono attività di allevamento avicunicolo o suinicolo nelle aree soggette a restrizioni sanitarie per le emergenze dell'influenza aviaria e della peste suina africana, precisando che non sono dovuti interessi per i versamenti effettuati fino al 31.7.2022.

Gli ultimi chiarimenti riguardano, poi, la regolarizzazione dei versamenti IRAP prevista dall'art. 42-bis co. 5 del DL 104/2020.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 8/E del 29 marzo 2022, [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)*

\* \* \*

*Circolare — Termini per la rettifica della rendita catastale proposta con DOCFA — Efficacia accertativa degli atti attributivi o modificativi della rendita catastale — Chiarimenti.*

Richiamando i consolidati orientamenti di prassi e giurisprudenza, si ribadisce che:

— il termine di dodici mesi per la determinazione della rendita catastale definitiva, di cui all'art. 1 co. 3 del DM 701/94, ha natura ordinatoria e non comporta la decadenza del potere di verifica (e rettifica) della rendita proposta mediante procedura DOCFA;

— il provvedimento attributivo o modificativo della rendita catastale, di cui all'art. 74 co. 1 della L. 342/2000, ha efficacia meramente accertativa della concreta situazione catastale dell'immobile. Ciò comporta che il termine per l'impugnazione dell'atto decorre dalla notifica dello stesso, ma la rendita rettificata/attribuita può essere utilizzata anche per il periodo precedente alla notifica, ossia per le annualità ancora passibili di accertamento e/o di liquidazione e/o di rimborso.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 7/E del 17 marzo 2022, [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)*

\* \* \*

*Circolare — Regime fiscale della rivalutazione e del riallineamento — Chiarimenti.*

Con la circolare n. 6/E del 1° marzo 2022, firmata oggi dal direttore Ruffini, l'Agenzia fornisce chiarimenti in relazione al regime fiscale della rivalutazione e del riallineamento contenuto nell'articolo 110 del decreto

“Agosto” utilizzando lo schema domanda-risposta, alla luce delle criticità rappresentate dai contribuenti nelle istanze di interpello e di quelle sollevate dagli ordini professionali e dalle associazioni di categoria. In particolare, nella Parte I — per quanto attiene ai profili sostanziali — e III — per quanto riguarda gli aspetti procedurali —, l’Amministrazione precisa che, tenuto conto che la disciplina prevista dal menzionato articolo 110 rinvia a previsioni già presenti nei precedenti regimi di rivalutazione e riallineamento, possono applicarsi, in quanto compatibili, i chiarimenti già forniti dai diversi documenti di prassi (cfr. circolari n. 14/2017, n. 18/2006, n. 11/2009 e n. 13/2014).

La Parte II, sempre articolata nella formula domanda-risposta, analizza nel dettaglio la disciplina della rivalutazione dei beni prevista per i settori alberghiero e termale di cui all’articolo 6-*bis* del decreto “Liquidità”.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 6/E del 1° marzo 2022, Fiscooggi.it*

\* \* \*

*Circolare — Novità del DL 146/2021 convertito (c.d. DL “Fisco-lavoro”) in tema di IVA — Chiarimenti.*

L’Agenzia delle Entrate ha illustrato le principali novità in tema di imposta sul valore aggiunto, contenute nel DL 21.10.2021, n. 146. In particolare:

— con riferimento al regime di non imponibilità IVA delle cessioni di beni e delle prestazioni di servizi effettuate dal 1.1.2021 nei confronti della Commissione UE e di agenzie o di organismi istituiti a norma del diritto dell’Unione europea, in funzione di contrasto alla pandemia di COVID-19 (esclusi gli acquisti di beni e servizi finalizzati alla successiva rivendita o prestazioni a titolo oneroso), è stato chiarito che per tutte le operazioni assoggettate ad IVA prima del 21.12.2021, se riferibili alla medesima destinazione d’uso della norma, i fornitori potranno emettere note di variazione in diminuzione dell’imposta a suo tempo addebitata *ex art. 26 del DPR. 633/72*;

— a partire dall’1.1.2024, le operazioni effettuate da taluni enti associativi dietro corispettivi specifici o contributi supplementari, nei confronti dei relativi associati, non saranno più escluse dal campo di applicazione dell’IVA, essendo, invece, rilevanti ai fini dell’imposta e, nel rispetto di alcune condizioni, soggette al regime di esenzione; in relazione alle stesse dovranno quindi essere adempiuti gli obblighi IVA di cui al Titolo II del DPR 633/72;

— a decorrere dal 1.1.2022, sono imponibili le prestazioni di trasporto internazionale di beni esportati/importati verso/da Paesi extra UE se rese a soggetti diversi dall’esportatore, dal titolare del regime di transito, dall’importatore, dal destinatario dei beni e dai soggetti che rendano servizi di cui al n. 4 dell’art. 9 co. 1 del DPR 633/72. Vanno assoggettate ad IVA anche le prestazioni affidate da un vettore principale ad un terzo (c.d. “subvezione”). È

il caso, ad esempio, in cui i subvettori sono gli aderenti ad un consorzio o i soci di una cooperativa, la quale rappresenta il vettore principale.

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 5/E del 25 febbraio 2022, [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)*

\* \* \*

*Circolare — Riforma dell'IRPEF ed esclusione da IRAP di professionisti e imprenditori individuali.*

L'Agenzia delle Entrate illustra le novità introdotte dalla L. 234/2021 in materia di determinazione dell'IRPEF e di esclusione da IRAP delle persone fisiche esercenti attività commerciali ed arti e professioni.

Riguardo all'IRPEF, viene chiarito, tra l'altro, che:

— i sostituti d'imposta possono applicare le nuove regole entro il mese di aprile 2022;

— le ulteriori detrazioni previste per alcuni contribuenti titolari di reddito di lavoro dipendente e assimilati o di reddito di pensione spettano indipendentemente dal periodo di lavoro o di pensione, ma sono da ricalcolare a fine anno in relazione all'ammontare delle retribuzioni o dei trattamenti pensionistici erogati nel periodo d'imposta.

In merito all'IRAP, il documento di prassi precisa, tra l'altro, che dal 2022 non sono più soggette ad IRAP (ai sensi dell'art. 1 co. 8 della L. 234/2021):

— le imprese familiari, anche qualora impieghino diversi collaboratori familiari e dipendenti;

— le aziende coniugali non gestite in forma societaria (cfr. le istruzioni al quadro IP della dichiarazione IRAP).

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 4/E del 18 febbraio 2022, [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)*

\* \* \*

*Circolare — Novità della L. 234/2021 (legge di bilancio 2022) in tema di IVA e altre imposte indirette — Chiarimenti.*

Con la circolare n. 3/E, firmata oggi, 4 febbraio 2022, dal direttore Ernesto Maria Ruffini, l'Agenzia delle entrate fornisce chiarimenti in merito alle novità in materia di Iva, imposte di registro, ipo-catastali e bollo contenute nella legge n. 234/2021, recante il "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2022 e bilancio pluriennale per il triennio 2022-2024".

Le disposizioni normative (entrate in vigore dal 1° gennaio 2022) sono state suddivise nelle seguenti aree tematiche. Seguiranno nei prossimi due approfondimenti dedicati ai principali aspetti

*Agenzia delle Entrate, Circolare n. 3/E del 4 febbraio 2022, [Fiscooggi.it](http://Fiscooggi.it)*

\* \* \*

*Principio di diritto — Condizioni agevolative — Titolarità di abitazione acquistata con il beneficio dichiarata inagibile — Accesso al beneficio.*

La titolarità di un'abitazione, già acquistata con l'agevolazione prima casa, ma oggetto di decreto di sequestro *ex art. 253 c.p.p.* e di dichiarazione di inagibilità da parte dell'Autorità competente in quanto "sono venuti meno i requisiti igienico sanitari, strutturali, impiantistici e di sicurezza antincendio, in misura tale da pregiudicare l'incolumità pubblica e privata", non osta all'applicazione del beneficio su un nuovo acquisto, in presenza delle altre condizioni richieste dalla legge.

*Agenzia delle Entrate, Principio di diritto 17 marzo 2022 n. 1, [www.eutekne.it](http://www.eutekne.it)*



# GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA COMMENTATA

## *Giurisprudenza di fiscalità internazionale e comunitaria*

**La tassazione delle *royalties* alla luce della più favorevole interpretazione per il contribuente delle norme interne e internazionali (in nota all'ordinanza *J & P Coats Ltd. V. CIT*, IT(IT)A No. 11/Bang/2014 del 29 novembre 2021) (di CHIARA GIANONCELLI)**

L'*Income Tax Appellate Tribunal (ITAT)* di Bangalore ha statuito che i corrispettivi versati da un gruppo societario residente in India a una società residente nel Regno Unito, la quale forniva al primo servizi, in particolar modo connessi al settore digitale, non costituiscono *royalties* ai sensi dell'articolo 13, paragrafo 3, della *Convention Between the Government of the United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland and the Government of the Republic of India for the Avoidance of Double Taxation and the Prevention of Fiscal Evasion with respect to Taxes on Income and Capital Gains* stipulata nel 1993 (di seguito *India — United Kingdom Income Tax Treaty*) e, pertanto, non erano imponibili in India.

Nello specifico, la vicenda aveva come protagonisti la suddetta società sottoposta al diritto inglese e residente nel Regno Unito, legata al settore tessile, e un gruppo societario indiano, *Madura Coats Pvt. Ltd (MCPL)*, al quale la prima forniva una serie di servizi sulla base di un *Management Services Agreement*, stipulato in data 1° gennaio 2008. Questi ultimi, tra gli altri, includevano: *Management and other services, Global Information Technology e Finance and Tax*. Alla medesima data, risaliva, inoltre, un secondo accordo, il c.d. "*Applications Support and Wide Area Network Support Services Agreement*", posto in essere tra le medesime parti e avente ad oggetto la fornitura di servizi di supporto e di telecomunicazione da parte della società inglese a favore del gruppo indiano: i primi erano forniti per il tramite di un accordo stipulato tra la società inglese e *IBM e SAP (UK)*, entrambe fornitrici di sistemi e applicazioni personalizzati, mentre i secondi erano somministrati attraverso un accordo pattuito tra la nota società inglese e la *British Telecom Plc. (UK BT)* e intitolato *Master Global Framework Agreement*.

In tal contesto, dal 2008, la *MCPL* aveva versato diverse somme, con

differenti voci di spesa, alla società inglese, in qualità di corrispettivo. Segnatamente, i quantitativi versati come “*BT rental charges*”, nella prospettiva della società contribuente inglese, non dovevano essere assoggettati a imposizione in India, in quanto la società li aveva qualificati come meri rimborsi dei costi che la medesima aveva pagato a *UK BT* e in tal modo non potevano essere considerati come *royalties* né ai sensi dell’*Income Tax Act* del 1961 (il c.d. “*Act*”) né ai sensi dell’articolo 13 dell’*India — United Kingdom Income Tax Treaty* del 1993. D’altra parte, l’*Assessing Officer (AO)* indiano affermava che tali corrispettivi andassero qualificati come *royalties* e, quindi, assoggettati a imposizione proprio in India.

Per questo motivo, la società contribuente inglese decideva di rivolgersi al *Dispute Resolution Panel (DRP)*, appartenente alla categoria delle *Alternative Dispute Resolutions (ADR)*, ma senza successo.

Successivamente, la medesima società, essendo insoddisfatta del risultato ottenuto, decideva di adire l’*Income Tax Appellate Tribunal* di Bangalore. Tale Autorità giudiziaria ha fondato il proprio ragionamento a partire dalla definizione di *royalty* contenuta nella sezione 9 dell’*Income Tax Act* e del già citato articolo 13 dell’*India — United Kingdom Income Tax Treaty*, il quale ha preso le mosse dal Modello delle Nazioni Unite del 2001, che, in un’ottica di maggiore protezione della tutela degli interessi dei Paesi in via di sviluppo, rispetto al Modello OCSE del 2010, ammette la possibilità che le *royalties* possano essere tassate nello Stato della fonte e definisce queste ultime come “*payments of any kind received as a consideration for the use of, or the right to use, any copyright of literary, artistic or scientific work including cinematograph films, or films or tapes used for radio or television broadcasting, any patent, trademark, design or model, plan, secret formula or process, or for the use of, or the right to use, industrial, commercial or scientific equipment or for information concerning industrial, commercial or scientific experience*”.

Venivano, inoltre, presi in considerazione gli emendamenti introdotti dal *Finance Act* del 2012 nell’*Income Tax Act*, i quali, con valore di interpretazione autentica a far data dal 1° gennaio 1976, recitano quanto segue: “(Explanation 5. —) *For the removal of doubts, it is hereby clarified that the royalty includes and has always included consideration in respect of any right, property or information, whether or not — (a) the possession or control of such right, property or information is with the payer; (b) such right, property or information is used directly by the payer; (c) the location of such right, property or information is in India.* (Explanation 6. —) *For the removal of doubts, it is hereby clarified that the expression “process” includes and shall be deemed to have always included transmission by satellite (including up-linking, amplification, conversion for down-linking of any signal), cable, optic fibre or by any other similar technology, whether or not such process is secret*”. In tal modo, quantomeno a livello di disposizioni di diritto interno, la nozione di *royalties* era stata assai ampliata.

L’*ITAT*, in aggiunta, ha preso in considerazione alcuni precedenti giuri-

sprudenziari e, in particolare, il caso *Verizon Communications Singapore Pte. Ltd v. ITO (International Taxation)* del 2013, in occasione del quale la *Hon'ble Madras High Court* aveva statuito che, in virtù del diritto nazionale così come modificato nel 2012, le somme versate da consumatori indiani a una società di Singapore, fornitrice di servizi di connessione, dovessero essere qualificati come *royalties* e, per tale motivo, sottoposti a imposizione in India. Bisogna, però, sottolineare che l'*ITAT* ha evidenziato il fatto che l'*India — United Kingdom Income Tax Treaty* non dispone di una definizione così ampia del concetto di *royalties*, per cui gli emendamenti introdotti nel 2012 all'*Income Tax Act* non potevano avere effetto rispetto al diritto pattizio. In ogni caso, il Tribunale indiano ha, comunque, sostenuto che i corrispettivi versati da *MCPL* alla società contribuente inglese non erano inerenti al possesso o al controllo delle apparecchiature da parte di *MCPL*, la quale aveva ottenuto meramente una “*standard facility*” dalla sopramenzionata società. Inoltre, il processo seguito per la fornitura da *UK BT* non risultava essere segreto, ma era quello comunemente utilizzato dal fornitore.

A favore, invece, del contribuente si erano espresse, nel 2009, la *Bombay High Court* in relazione alla controversia *CIT v. Siemens Aktiengesellschaft* e, nel 2011, la *Dehli High Court* in merito al caso *Asia Satellite Telecommunications Co. Ltd.*, nelle quali i corrispettivi per l'utilizzo di servizi per l'*uplinking* o il *downlinking* di dati e informazioni non sono stati qualificati come *royalties*.

Come ricordato sia dalla giurisprudenza sia dalla dottrina, la legge indiana chiarisce che nel caso in cui le disposizioni siano ambigue e diano adito a due diverse interpretazioni, dovrà essere prediletta quella che risulta essere a favore del soggetto contribuente. Per tale motivo, l'*ITAT* si è pronunciata, sul caso in oggetto, a favore della società inglese, dichiarando che i corrispettivi pagati da *MCPL* nei suoi confronti non risultavano essere *royalties* e, pertanto, non erano assoggettabili a imposizione in India, in quanto non risultavano nemmeno imputabili ad una stabile organizzazione situata nel Paese.

Si vuole, da ultimo, ricordare che il tentativo dell'India di ampliare, almeno a livello nazionale, la definizione di *royalties*, al fine di ottenere una maggiore base imponibile può creare delle ripercussioni negative nei rapporti con le società fornitrici di servizi residenti in quei Paesi privi di un trattato bilaterale, quale quello stipulato tra India e Regno Unito. La via pattizia risulta essere, perciò, la via maestra nella regolamentazione delle relazioni internazionali purché vi sia chiarezza espositiva e interpretativa.

## Bibliografia

AMAR METHA, *India - J & P Coats Ltd. V. CIT*, 29 November 2021 (Summary), in *Bulletin for International Taxation*, 2021.

AMAR MEHTA, *Treaty Characterization of Software Income: The Indian Supreme Court's Landmark Decision of 2 March 2021*, in *Bulletin for International Taxation*, aprile 2021, pp. 184-191.

MAHMOUD MOHAMED ABDELLATIF, *Withholding Tax Cross-Border Intellectual Property Transactions in Developing Countries: The Example of Egypt and India*, in *Bulletin for International Taxation*, 2011, Vol. 65, n. 8.

SHRI VIMAL GANDHI, *The Indian Judicial System and Tax Disputes*, in *Bulletin for International Taxation*, aprile/maggio 2011, pp. 249-252.

## MASSIME

***Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea***

*Rinvio pregiudiziale — Tariffa doganale comune — Nomenclatura combinata — Classificazione delle merci — Voci 1302, 3301 e 3302 — Oleoresina di vaniglia d'estrazione — Accise — Direttiva 92/83/CEE — Esenzioni — Articolo 27, paragrafo 1, lettera e) — Nozione di “aroma” — Direttiva 92/12/CEE — Comitato delle accise della Commissione europea — Competenze.*

La nomenclatura combinata contenuta nell'allegato I del regolamento (CEE) n. 2658/87 del Consiglio, del 23 luglio 1987, relativo alla nomenclatura tariffaria e statistica ed alla tariffa doganale comune, come modificata dal regolamento di esecuzione (UE) 2015/1754, della Commissione, del 6 ottobre 2015, deve essere interpretata nel senso che una merce, composta circa dall'85% di etanolo, dal 10% di acqua, dal 4,8% di residuo secco, il cui tenore medio di vanillina è dello 0,5% e che è ottenuta diluendo, a fini di standardizzazione, nell'acqua e nell'etanolo un prodotto intermedio, a sua volta estratto da baccelli di vaniglia mediante etanolo, rientra nella sottovoce 1302 1905 di tale nomenclatura.

L'articolo 27, paragrafo 1, lettera e), della direttiva 92/83/CEE del Consiglio, del 19 ottobre 1992, relativa all'armonizzazione delle strutture delle accise sull'alcole e sulle bevande alcoliche, deve essere interpretato nel senso che un'oleoresina di vaniglia rientrante nella sottovoce 1302 1905 della nomenclatura combinata contenuta nell'allegato I del regolamento n. 2658/87, come modificata dal regolamento di esecuzione 2015/1754, deve essere considerata un « aroma », ai sensi di tale disposizione, a condizione che essa costituisca un ingrediente che apporta un gusto o un odore specifici a un determinato prodotto.

*Sentenza della Corte (Nona Sezione) del 7 aprile 2022, Causa C-668/20, Y GmbH contro Hauptzollamt, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Codice doganale dell'Unione — Estinzione dell'obbligazione doganale — Merci introdotte illegalmente nel territorio doganale dell'Unione — Sequestro e confisca — Direttiva 2008/118/CE — Accise — Direttiva 2006/112/CE — Imposta sul valore aggiunto — Fatto generatore — Esigibilità.*

L'articolo 124, paragrafo 1, lettera e), del regolamento (UE) n. 952/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 ottobre 2013, che istituisce il

codice doganale dell'Unione, deve essere interpretato nel senso che l'obbligazione doganale si estingue in una situazione in cui merci siano sequestrate e successivamente confiscate dopo essere già state introdotte illegalmente nel territorio doganale dell'Unione europea.

L'articolo 2, lettera b), e l'articolo 7, paragrafo 1, della direttiva 2008/118/CE del Consiglio, del 16 dicembre 2008, relativa al regime generale delle accise e che abroga la direttiva 92/12/CEE, nonché l'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), e l'articolo 70 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, devono essere interpretati nel senso che l'estinzione dell'obbligazione doganale per la causa prevista all'articolo 124, paragrafo 1, lettera e), del regolamento n. 952/2013 non comporta l'estinzione dell'obbligazione connessa, rispettivamente, alle accise e all'imposta sul valore aggiunto per merci introdotte illegalmente nel territorio doganale dell'Unione europea.

*Sentenza della Corte (Seconda Sezione) del 7 aprile 2022, Causa C-489/20, UB contro Kauno teritorinė muitinė, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Diritti di accisa — Direttiva 92/12/CE — Articolo 4 — Circolazione dei prodotti in regime sospensivo dei diritti di accisa — Presupposti — Articoli 6 e 20 — Immissione in consumo di prodotti — Falsificazione del documento amministrativo di accompagnamento — Irregolarità o infrazione commessa nel corso della circolazione di prodotti soggetti ad accisa in regime sospensivo dei diritti — Svincolo irregolare di prodotti da un regime sospensivo — Destinatario che non ha conoscenza della circolazione — Frode commessa da un terzo — Articolo 13, lettera a), e articolo 15, paragrafo 3 — Garanzia obbligatoria in materia di circolazione — Portata.*

La direttiva 92/12/CEE del Consiglio, del 25 febbraio 1992, relativa al regime generale, alla detenzione, alla circolazione ed ai controlli dei prodotti soggetti ad accisa, come modificata dalla direttiva 94/74/CE del Consiglio, del 22 dicembre 1994, deve essere interpretata nel senso che una spedizione, da parte di un depositario autorizzato, di prodotti sottoposti ad accisa, muniti di un documento di accompagnamento e di una garanzia obbligatoria, costituisce una circolazione dei prodotti in regime sospensivo dei diritti di accisa, ai sensi dell'articolo 4, lettera c), della stessa, nonostante il fatto che, a causa di un comportamento fraudolento di terzi, il destinatario indicato in tale documento di accompagnamento e in tale garanzia non sia a conoscenza del fatto che gli sono spediti tali prodotti, fintantoché tale fatto o un'altra irregolarità o infrazione non siano stati accertati dalle autorità competenti dello Stato membro interessato.

La circostanza che la garanzia obbligatoria costituita dal depositario

autorizzato ai fini di tale spedizione precisi il nome del destinatario autorizzato, ma non la sua qualità di operatore registrato, non incide sulla regolarità di tale circolazione.

*Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 24 marzo 2022, Causa C-711/20, Generální ředitelství cel, contro TanQuid Polska sp. z o.o., reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 9 — Soggetto passivo — Articoli 295 e 296 — Regime forfettario dei produttori agricoli — Coniugi che esercitano un'attività agricola utilizzando beni facenti parte della comunione coniugale — Possibilità per tali coniugi di essere considerati soggetti passivi distinti ai fini dell'IVA — Opzione esercitata da uno dei coniugi di rinunciare allo status di agricoltore forfettario e di applicare alla propria attività il regime normale dell'IVA — Perdita dello status di agricoltore forfettario da parte dell'altro coniuge.*

Gli articoli 9, 295 e 296 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, devono essere interpretati come segue:

— essi ostano alla prassi di uno Stato membro che esclude che i coniugi i quali esercitano un'attività agricola nell'ambito di una stessa azienda, utilizzando beni facenti parte della comunione coniugale, possano essere considerati soggetti passivi distinti ai fini dell'imposta sul valore aggiunto (IVA), nel caso in cui ciascuno di tali coniugi eserciti un'attività economica in modo indipendente;

— essi non ostano a che, in circostanze in cui i coniugi esercitano tale attività agricola nel regime forfettario dei produttori, l'opzione adottata da uno dei coniugi di applicare alla propria attività il regime normale dell'IVA comporti la perdita dello status di agricoltore forfettario da parte dell'altro coniuge, quando, in seguito all'esame della situazione concreta, tale effetto si rivela necessario per contrastare rischi di abusi e di evasione fiscale che non possono essere esclusi mediante la produzione, da parte dei coniugi, di elementi di prova adeguati, o quando l'esercizio da parte di tali coniugi di detta attività, in modo indipendente e per ciascun coniuge nell'ambito del regime normale dell'IVA, non crea difficoltà amministrative rispetto alla situazione in cui coesistono due status differenti in capo a detti coniugi.

*Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 24 marzo 2022, causa C-697/20, W.G. contro Dyrektor Izby Skarbowej w L., reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) — Applicabilità ratione temporis — Prestazioni sottoposte all'IVA — Prestazioni di servizi a titolo oneroso — Criteri — Relazione infra-gruppo — Prestazioni consistenti nel riparare o sostituire componenti di aerogeneratori in garanzia e nell'effettuare relazioni di non conformità — Note di addebito emesse dal fornitore senza menzione dell'IVA — Detrazione da parte del fornitore dell'IVA addebitata su beni e servizi a lui fatturati dai suoi subappaltatori per gli stessi servizi.*

L'articolo 2, paragrafo 1, lettera c), della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che le operazioni che si inscrivono in un contesto contrattuale che identifica un fornitore di servizi, l'acquirente di questi ultimi e la natura delle prestazioni di cui trattasi, debitamente contabilizzate dal soggetto passivo, recanti una denominazione che conferma la loro natura di servizi e che hanno dato luogo a un compenso ricevuto dal prestatore che costituisce il controvalore effettivo di detti servizi sotto forma di note di addebito, costituiscono una prestazione di servizi, effettuata a titolo oneroso ai sensi di tale disposizione, malgrado, da un lato, l'eventuale assenza di guadagno da parte del soggetto passivo e, dall'altro lato, l'esistenza di una garanzia relativa ai beni oggetto di dette prestazioni.

*Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 24 febbraio 2022, Causa C-605/20, Suzlon Wind Energy Portugal - Energia Eólica Unipessoal Lda contro Autoridade Tributária e Aduaneira, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto — Direttiva 2006/112/CE — Articoli 167 e 168 — Diritto a detrazione — Diniego — Frode fiscale — Assunzione delle prove — Sospensione della pronuncia su un reclamo amministrativo avente ad oggetto un avviso di accertamento che nega il diritto a detrazione, in attesa dell'esito di un procedimento penale — Autonomia procedurale degli Stati membri — Principio di neutralità fiscale — Diritto a un buon andamento dell'amministrazione — Articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea.*

La direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, e l'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea devono essere interpretati nel senso che essi non ostano a una normativa nazionale che autorizza le autorità tributarie nazionali a sospendere la pronuncia su un reclamo amministrativo, proposto avverso un avviso di accertamento che nega a un soggetto passivo il beneficio del diritto a detrazione dell'imposta sul valore aggiunto pagata a

monte a causa del coinvolgimento di tale soggetto passivo in una frode fiscale, al fine di ottenere ulteriori elementi oggettivi relativi a tale coinvolgimento, purché, in primo luogo, una tale sospensione non abbia l'effetto di ritardare l'esito di detto procedimento di reclamo amministrativo oltre un termine ragionevole; in secondo luogo, la decisione che dispone tale sospensione sia motivata tanto in diritto quanto in fatto e possa essere soggetta a controllo giurisdizionale; e, in terzo luogo, qualora risulti in definitiva che il diritto a detrazione sia stato negato in violazione del diritto dell'Unione, tale soggetto passivo possa ottenere entro un termine ragionevole il rimborso della somma di denaro corrispondente nonché, se del caso, dei relativi interessi di mora. In tali circostanze, non è necessario che, durante tale sospensione della pronuncia sul reclamo, detto soggetto passivo benefici di una sospensione dell'esecuzione di tale avviso, salvo qualora, in caso di seri dubbi circa la legittimità di detto avviso, la concessione di una sospensione dell'esecuzione del medesimo avviso sia necessaria per evitare un danno grave e irreparabile agli interessi del soggetto passivo.

*Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 24 febbraio 2022, Causa C-582/20, SC Cridar Cons SRL contro Administrația Județeană a Finanțelor Publice Cluj, Direcția Generală Regională a Finanțelor Publice Cluj-Napoca, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Articolo 99 del regolamento di procedura della Corte — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 392 — Regime di tassazione sul margine — Ambito di applicazione — Cessioni di immobili e di terreni edificabili acquistati per la rivendita — Soggetto passivo che non ha avuto diritto alla detrazione all'atto dell'acquisto degli immobili — Rivendita soggetta all'IVA — Nozione di "terreni edificabili".*

L'articolo 392 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che esso esclude l'applicazione del regime di tassazione sul margine ad operazioni di cessione di terreni edificabili quando tali terreni acquistati edificati siano divenuti, tra il momento del loro acquisto e quello della loro rivendita da parte del soggetto passivo, terreni edificabili, ma non esclude l'applicazione del suddetto regime ad operazioni di cessione di terreni edificabili quando tali terreni siano stati oggetto, tra il momento del loro acquisto e quello della loro rivendita da parte del soggetto passivo, di modifiche delle loro caratteristiche, quali una suddivisione in lotti.

*Ordinanza della Corte (Settima Sezione) del 10 febbraio 2022, Causa C-191/21, Ministre de l'Économie, des Finances et de la Relance contro Les Anges d'Eux SARL, Echo 5 SARL, Cletimmo SAS, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Armonizzazione delle normative fiscali — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articoli 179 e 183 — Diritto a detrazione dell'IVA — Modalità — Compensazione o rimborso dell'eccedenza di IVA — Obblighi di pagamento supplementari — Principio di neutralità fiscale — Principi di equivalenza e di effettività.*

L'articolo 179, primo comma, e l'articolo 183, primo comma, della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, nonché il principio di equivalenza devono essere interpretati nel senso che essi ostano a una normativa nazionale che prevede modalità procedurali relative ai ricorsi diretti a ottenere il rimborso dell'imposta sul valore aggiunto (IVA), fondati su una violazione del sistema comune dell'IVA, meno favorevoli di quelle applicabili ai ricorsi analoghi fondati su una violazione del diritto interno relativo a imposte e tasse diverse dall'IVA.

*Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 10 febbraio 2022, Causa C-487/20, Philips Orăștie S.R.L. contro Direcția Generală de Administrare a Marilor Contribuabili, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Articolo 99 del regolamento di procedura della Corte — Accise — Direttiva 2008/118/CE — Articolo 1, paragrafo 2 — Applicazione di altre imposte indirette aventi finalità specifiche — “Finalità specifiche” — Nozione — Finanziamento di un'impresa pubblica concessionaria della rete stradale nazionale — Obiettivi di riduzione dell'incidenza di sinistri e di sostenibilità ambientale — Finalità meramente finanziaria — Diniego di restituzione dell'imposta basato sull'arricchimento senza causa — Condizioni.*

L'articolo 1, paragrafo 2, della direttiva 2008/118/CE del Consiglio, del 16 dicembre 2008, relativa al regime generale delle accise e che abroga la direttiva 92/12/CEE, deve essere interpretato nel senso che non persegue « finalità specifiche », ai sensi di tale disposizione, un'imposta la cui entrata è genericamente destinata a un'impresa pubblica concessionaria della rete stradale nazionale e la cui struttura non indica alcuna intenzione di scoraggiare il consumo dei principali combustibili stradali.

Il diritto dell'Unione deve essere interpretato nel senso che esso osta a che le autorità nazionali possano motivare il loro diniego di rimborso di un'imposta indiretta in contrasto con la direttiva 2008/118 presumendo la

traslazione di detta imposta su terzi e, di conseguenza, l'arricchimento senza causa del soggetto passivo.

*Ordinanza della Corte (Ottava Sezione) del 7 febbraio 2022, Causa C-460/21, Vapo Atlantic SA contro Autoridade Tributária e Aduaneira, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

\* \* \*

*Rinvio pregiudiziale — Imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 122 — Aliquota ridotta per le cessioni di legna da ardere — Differenziazione in funzione delle caratteristiche e delle proprietà oggettive dei prodotti — Forme di legno destinate alla combustione che rispondono alla stessa esigenza del consumatore e che si trovano in concorrenza — Principio della neutralità fiscale.*

L'articolo 122 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, deve essere interpretato nel senso che la nozione di legna da ardere, ai sensi di tale articolo, designa qualsiasi tipo di legno che, in base alle sue proprietà oggettive, è destinato esclusivamente alla combustione.

L'articolo 122 della direttiva 2006/112 deve essere interpretato nel senso che uno Stato membro il quale, in applicazione di tale articolo, introduca un'aliquota ridotta d'imposta sul valore aggiunto per le cessioni di legna da ardere può limitarne l'ambito di applicazione a talune categorie di cessioni di legna da ardere facendo riferimento alla nomenclatura combinata, purché sia rispettato il principio di neutralità fiscale.

Il principio di neutralità fiscale dev'essere interpretato nel senso che esso non osta a che il diritto nazionale escluda dal beneficio dell'aliquota ridotta d'imposta sul valore aggiunto la cessione di legno in trucioli, sebbene esso conceda tale beneficio alle cessioni di altre forme di legna da ardere, a condizione che, nella mente del consumatore medio, il legno in trucioli non sia sostituibile a tali altre forme di legna da ardere, circostanza che spetta al giudice del rinvio verificare.

*Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 3 febbraio 2022, Causa C-515/20, B AG contro Finanzamt A, reperibile su [www.curia.eu](http://www.curia.eu).*

## ATTUALITÀ

*G20/OECD: Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard.*

Il 22 marzo 2022, l'OCSE ha posto in pubblica consultazione il documento "Crypto-Asset Reporting Framework and Amendments to the Common Reporting Standard", fino alla data del 29 aprile. L'ambizioso obiettivo è quello di incrementare la trasparenza fiscale di un fenomeno attualmente sfuggente e non ancora regolamentato compiutamente: il mercato dei *crypto-asset*.

Ora, spiegare tale fenomeno con gli opportuni tecnicismi tecnologici-informatici potrebbe essere finanche foriero di disinformazione, in considerazione delle conoscenze e degli strumenti che si dispongono, ma un tentativo pare doveroso.

Procedendo con ordine.

La criptovaluta indica una valuta immateriale utilizzabile solo in possesso di specifiche chiavi di accesso (pubbliche o private) ed è suscettibile di essere scambiata in assenza di qualsivoglia intermediario. Rispetto alle tradizionali funzioni della moneta (che nella "Prima Triade" di John Hicks si riassumono in unità di conto, mezzo di pagamento e deposito di valore), le criptovalute non hanno la capacità di farsi unità di conto in considerazione della loro alta volatilità, ancorata a logiche di fluttuazione dei mercati che ne generano aumenti o diminuzioni anche in brevissimi lassi di tempo. Pertanto, appare quanto mai inverosimile attribuire un prezzo, un valore, a beni e servizi in unità di criptovalute. Alquanto improbabile è altresì la funzione di deposito di valore, atteso che il valore delle criptovalute è tanto maggiore quanto maggiore è il loro scambio per l'acquisto di beni o servizi. Diversamente, esse possono costituire un metodo di pagamento laddove la funzione considerata non sia di moneta-merce ma, giustappunto, di mezzo di scambio.

Per quanto attiene alle modalità, esse sono scambiate mediante un *distributed ledger* o *blockchain*, il quale si configura come una struttura condivisa e immutabile, atta a memorizzare le transazioni tra due parti in maniera sicura, verificabile e permanente. I dati afferenti alle transazioni sono chiamati *block* e sono tra di loro interconnessi mediante un sistema informatico crittografato. La peculiare immutabilità del sistema impone che non sia possibile modificare retroattivamente i dati inseriti senza che siano altresì modificati tutti i blocchi successivi, così rendendo il sistema impermeabile agli attacchi informatici dei *cracker*. È *ictu oculi*, allora, che i sistemi di *blockchain* quale luogo di scambio di ricchezza si pongono come un'allettante alternativa alle banche dati e ai registri gestiti in maniera centralizzata da autorità riconosciute e regolamentate, senza voler considerare, in aggiunta, i vantaggi per i detentori di criptovalute in termini di *privacy*.

Le medesime considerazioni valgono altresì per le restanti cripto-attività approdiate nei sistemi di *blockchain*, tra i quali si annoverano, a mero titolo

esemplificativo, gli ormai noti, ma non per questo adeguatamente sviscerati, *Non-Fungible Token*.

Ebbene, per giungere al nocciolo di questo breve scritto, l'affidamento dei *crypto-asset* alla crittografia e alla tecnologia *blockchain* — i quali, si ripete, possono essere emessi, registrati, trasferiti e conservati in modo decentralizzato e senza la necessità di affidarsi a intermediari finanziari tradizionali o amministratori centrali — ha condotto alla creazione di nuove tipologie di intermediari, quali, ad esempio, i fornitori di portafogli digitali (c.d. *e-wallet*), utilizzabili dai titolari dei *crypto-asset* per conservarli tramite autorizzazione attraverso le summenzionate chiavi di accesso. Tali servizi, inoltre, possono essere forniti in portafogli *online* ovvero tramite fornitori di servizi che offrono prodotti che consentono agli interessati di poter conservare i loro *cripto-asset* anche in modalità *offline*, previo *download* degli stessi *e-wallet*.

In ottica fiscale, ambedue le tipologie di servizi acquistano particolare rilevanza per le Autorità, giacché, come accennato, tali fornitori, essendo soggetti solo a una limitata supervisione regolamentare, potrebbero facilmente compromettere la funzionalità del “*Common Reporting Standard*” e rendere irrintracciabile una cospicua ricchezza imponibile. Ad oggi, infatti, il CRS prevede l'obbligo di adeguata verifica della clientela e di successivo scambio automatico di informazioni solo in capo ai tradizionali istituti finanziari: istituzioni di deposito, istituzioni di custodia, entità di investimento e imprese di assicurazioni specificate. *Rebus sic stantibus*, il G20 ha sollecitato l'OCSE a individuare un pacchetto di raccomandazioni per lo scambio automatico di informazioni sui *crypto-asset*, in guisa da disciplinare la raccolta e lo scambio di informazioni rilevanti dal punto di vista fiscale tra le amministrazioni fiscali, per quanto riguarda le persone che effettuano determinate transazioni. Sicché, gli intermediari che forniscono servizi per lo scambio di criptovalute con altre criptovalute, o per altre valute aventi corso legale, devono applicare le procedure di *due diligence* per identificare i propri clienti e informare tempestivamente le altre Autorità statali coinvolte in ordine ad *allert* significativi. Tale soluzione è stata enucleata all'interno del *CARF* (*Crypto-Asset Reporting Framework*), il quale, in perfetta aderenza con la disciplina del CRS, ne estende il campo di applicazione anche agli intermediari di operazioni in *crypto-asset* (dalle quali restano escluse le attività in *crypto-asset* a circuito chiuso, destinati a essere riscattati contro beni o servizi in un contesto chiaramente definito e limitato e le *Central Bank Digital Currencies*, le quali sono rappresentative di un credito in valuta fiat su una banca centrale emittente o altra Autorità monetaria). Per esattezza, sono state individuate quattro tipologie di operazioni rilevanti: *i*) lo scambio tra *crypto-asset* e valute fiat; *ii*) lo scambio tra una o più forme di *crypto-asset*; *iii*) le operazioni di pagamento al dettaglio segnalabili; *iv*) i trasferimenti di *crypto-asset*. Talune transazioni saranno riportate su base aggregata in base al tipo di *crypto-asset* oggetto di scambio, avendo cura di differire le transazioni in uscita da quelle in entrata. In questo scenario, inoltre, devono

distinguersi le transazioni da criptovaluta a criptovaluta e da quelle da *crypto-asset* a criptovaluta, così da agevolare le Amministrazioni fiscali nella raccolta delle pertinenti segnalazioni. I fornitori di servizi *crypto-asset* che effettuano la segnalazione dovranno altresì classificare, sempreché ne abbiano conoscenza, i trasferimenti in base al loro “tipo”.

Si segnala, infine, che l'OCSE intende coordinare i due strumenti intervenendo direttamente sul *CRS*, cosicché siano evitate a monte le eventuali duplicazioni di segnalazioni che potrebbero insorgere.

# ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

## ANDAMENTO CONGIUNTURALE

### 1. Macro picture.

La competizione tra diversi sistemi sociali ed economici per le risorse, il commercio, la leadership tecnologica e l'influenza geopolitica — di cui gli Stati Uniti e la Cina sono stati i principali protagonisti negli ultimi anni — ha visto ora la Russia e l'Europa balzare in primo piano prendendosi la scena. La recente escalation nel conflitto, con l'avvio di un'invasione su larga scala dell'Ucraina da parte della Russia, ha visto l'imposizione di importanti sanzioni da parte della comunità internazionale. In seguito alle decisioni prese dai governi, le imprese hanno iniziato a tagliare i rapporti con la Russia. Le esposizioni delle imprese verso la Russia e le attività russe sono in fase di revisione e in diversi casi si dovrà procedere a disinvestire. Spesso il finanziamento delle materie prime russe è soggetto a restrizioni a causa delle incertezze che ne derivano. La portata delle ulteriori sanzioni dovrebbe dipendere dall'andamento del conflitto. I prezzi dei beni esportati da Russia e Ucraina, come l'energia, i metalli e il mais, sono aumentati negli ultimi mesi alimentando ulteriormente le pressioni inflazionistiche e spingendo i Governi ad adottare ulteriori misure di stimoli fiscali.

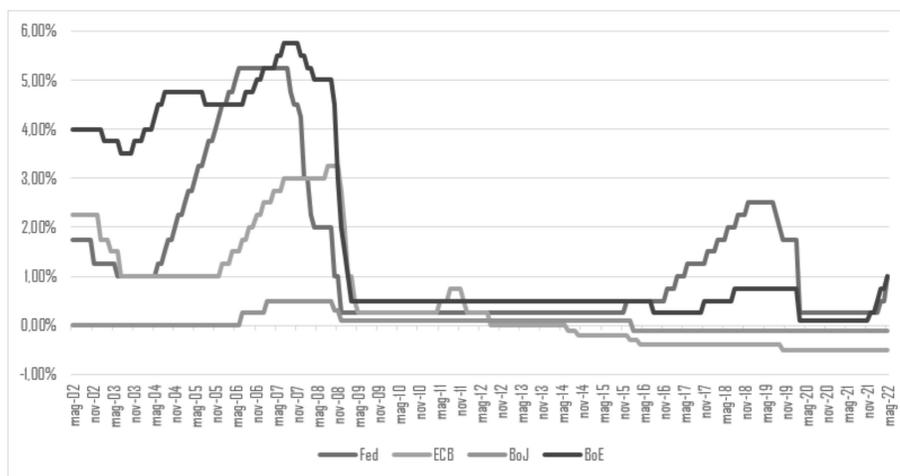
Poiché le economie europee sono influenzate in misura maggiore dalla crisi, probabilmente la crescita del PIL nell'Eurozona subirà un rallentamento più brusco che negli Stati Uniti rispetto all'anno scorso. Rimane il serio rischio di un'ulteriore escalation della guerra. Tuttavia, mentre prevediamo un rallentamento della crescita, al momento non prevediamo una recessione su vasta scala, a meno che non vi sia un'interruzione nelle forniture di gas russo. A proposito di crescita, inoltre, molti sono stati i commenti sull'inversione delle curve dei rendimenti a 2 e 10 anni statunitensi, ma questo fatto da solo non è sufficiente. Anche altri fattori (ad esempio la salute del mercato del lavoro, il grado di sostegno fiscale, i risparmi delle famiglie ecc.) saranno molto importanti nel determinare la produzione futura. Le aspettative di crescita, però, avranno importanti implicazioni per tutte le asset class.

La prospettiva di un'inflazione più elevata rappresenta una sfida per le Banche Centrali, che avrebbero corso il rischio di essere più reattive che proattive. La BCE si trova in una posizione più impegnativa, dato che oltre all'impennata dell'inflazione deve anche affrontare un rallentamento economico e cercare di garantire la stabilità finanziaria. Nel meeting del 14 Aprile,

la BCE ha confermato le aspettative, evitando modifiche alla politica monetaria. Il piano è di terminare il programma di acquisti APP entro la fine del Q3 2022. Secondo la BCE, l'aumento dell'inflazione è ora considerato più esteso di prima e anche il tasso di inflazione core, impattato in maniera minimale da effetti una tantum, è aumentato di recente. Tuttavia, l'aumento dell'inflazione è ancora largamente attribuito alla crisi ucraina. Le pressioni salariali nell'Eurozona dovrebbero infatti rimanere basse. I rischi di un ulteriore deterioramento dell'attività economica causato dalla crisi in Ucraina sono comunque aumentati in modo significativo.

Per quanto riguarda la FED, invece, il problema principale riguarda il tasso d'inflazione (ormai arrivato all'8,5%). Nel meeting del 4 Maggio, il FOMC ha confermato le attese, rialzando i Fed Fund Rate di 50bps, il rialzo più consistente dal 2000. Dall'ultima riunione di marzo, i dati economici hanno continuato a mostrare segni di surriscaldamento dell'economia. Attualmente i prezzi al consumo sono ai livelli più alti dal 1981, insieme a un mercato del lavoro solido che spinge il FOMC (Federal Open Market Committee) a intensificare la propria azione di politica monetaria e probabilmente a riguadagnare credibilità presso gli investitori.

GRAFICO 1 - Andamento dei tassi d'interesse delle principali Banche Centrali

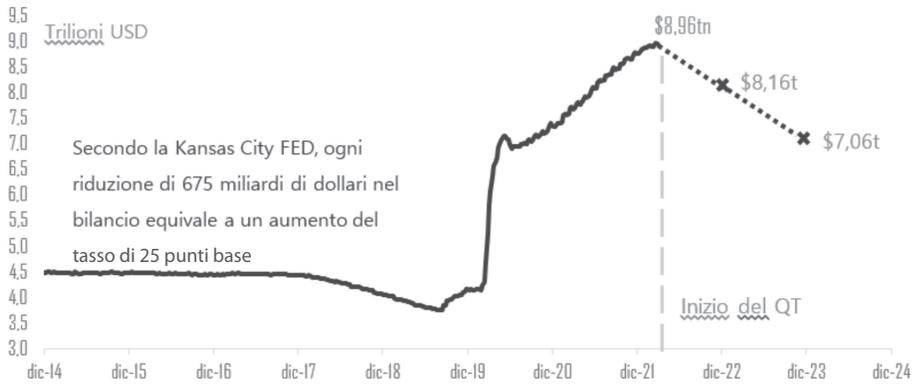


Fonte: Refinitiv, Deutsche Bank AG. Dati al 4 Maggio 2022.

Oltre alla volontà di vari membri del FOMC di aumentare la velocità degli aumenti di tasso da 25 a 50 punti base, la FED ha anche annunciato formalmente l'inizio del restringimento del bilancio, altrimenti noto come "Quantitative Tightening". A partire da giugno, la Federal Reserve fisserà limiti di reinvestimento sia per i Treasury che per i Mortgage Back Securities (MBS) a un importo rispettivamente di 60 miliardi di dollari e 35 miliardi di dollari. Tale riduzione del bilancio rafforza ulteriormente la posizione assunta dal FOMC.

Durante la conferenza stampa, Powell ha anche ribadito che "i continui

GRAFICO 2 - Quantitative Tightening della FED



Fonte: Kansas City FED, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati ad Aprile 2022.

aumenti nell'intervallo target sarebbero appropriati” con ulteriori aumenti del tasso di 50 punti base nei prossimi incontri di giugno e luglio. Tuttavia, le successive domande relative a un potenziale aumento di 75 punti base sono state minimizzate, con Powell che ha indicato chiaramente che un tale era un'opzione che il FOMC non stava “considerando attivamente”.

TABELLA 1 – Previsione di crescita PIL (%)

	2022 F	2023 F
U.S. <sup>(1)</sup>	2,9	2,2
EUZ	2,8	2,2
ITA	2,6	1,7
Japan	2,0	1,8
China	4,5	4,8
World	3,3	3,3

TABELLA 2 - Inflazione CPI (%)

	2022 F	2023 F
U.S. <sup>(1)</sup>	4,7	2,9
EUZ	8,0	3,3
GER	8,0	3,3
Japan	1,9	1,7
China	2,3	2,3

<sup>(1)</sup> Per gli Stati Uniti la percentuale di crescita del PIL nel quarto trimestre su quarto trimestre è del 2,3% nel 2022 e dell'1,8% nel 2023.

## 2. Equity.

Nelle ultime settimane, i principali mercati azionari hanno continuato a registrare una tendenza al ribasso. I mercati azionari europei sono stati spinti al ribasso dal conflitto Russia/Ucraina a causa di prezzi elevati delle materie prime, sanzioni e gravi interruzioni delle catene di approvvigionamento. Sebbene i mercati azionari statunitensi siano sembrati meno colpiti dal punto di vista geopolitico, i ribassi delle quotazioni azionarie sono stati ancora più pronunciati. Tassi di inflazione elevati e gli aggressivi annunci di politica monetaria hanno spinto i tassi di interesse al rialzo e hanno particolarmente pesato sul settore Growth/Big Tech. Finora, gli utili aziendali del primo trimestre sono stati in media migliori del previsto, ma non sono stati in grado di compensare il peggioramento delle prospettive di crescita economica globale. La continua accelerazione dell'inflazione, ormai evidente da tempo, è stata aggravata dalla guerra in Ucraina. Ciò ha portato a forti aumenti dei prezzi dell'energia e di varie altre materie prime chiave, nonché a un'ulteriore interruzione delle catene di approvvigionamento. L'interazione tra costi energetici elevati, offerta di manodopera limitata e carenza persistente di chip, tra le altre cose, indica le continue pressioni sui costi di input. E ulteriori aumenti dei prezzi nei prossimi trimestri per compensare gli elevati costi di energia, materiali, manodopera, viaggio e trasporto sembrano plausibili.

Dato l'intensificarsi delle pressioni inflazionistiche, il potere di determinazione dei prezzi rispetto all'esposizione ai costi si rivelerà molto probabilmente un fattore determinante della performance nel settore azionario e una fonte di sovraperformance del mercato in futuro. Mentre le aziende con un forte pricing power si trovano principalmente nel campo della "Qualità", uno stile comunque preferibile in questo contesto difficile e nell'attuale fase di rallentamento economico, l'argomento del pricing power presumibilmente funzionerà anche nelle aree di mercato a qualità inferiore. I titoli ciclici e value europei hanno già scontato un significativo rallentamento della crescita, con i titoli difensivi che guidano i mercati sin dallo shock geopolitico iniziale. Spinta in gran parte dalle preoccupazioni per la crescita (dovuta alla guerra in Ucraina), dai persistenti lockdown in Cina e dall'inflazione che incide sui portafogli dei consumatori, la valutazione relativa dei ciclici europei è scesa ai minimi delle recessioni passate. I settori ciclici europei dei materiali, industriali, beni voluttuari, energia e banche sono scambiati con uno sconto di circa il 40% rispetto ai settori difensivi. Si tratta di uno sconto significativamente maggiore rispetto alla media a lungo termine del 20% e supera i livelli osservati durante lo shock Covid del 2020.

## 3. Fixed Income.

Fondamentalmente, la liquidità di bilancio dei titoli investment grade (IG) in USD rimane elevata, e questo dovrebbe limitare il fabbisogno di

finanziamento. Tuttavia, un forte numero di astri nascenti porterebbe nuova offerta sul mercato, indebolendo questo segmento dal punto di vista tecnico. Per i titoli investment grade in EUR, è praticamente certo che quest'anno verrà meno il prezioso sostegno fornito dalla BCE attraverso il suo programma di acquisto di obbligazioni societarie (CSPP). Probabilmente il calo del debito con rendimento negativo in questo segmento favorirà un afflusso di investitori istituzionali. Prevediamo quindi una riduzione degli spread nei prossimi dodici mesi. Il segmento high yield (HY), sia in USD sia in EUR, al momento si trova in una posizione molto forte dal punto di vista dei fondamentali. In entrambi i mercati i tassi di insolvenza per il 2021 erano ai minimi storici, con i titoli HY USD allo 0,5% e HY EUR allo 0,7%. Anche se ci si aspetta un aumento vicino all'1% in entrambe le regioni, questo incremento non dovrebbe essere visto negativamente alla luce dei precedenti valori molto bassi. Tuttavia, come avevamo previsto, l'atteggiamento meno accomodante di entrambe le Banche Centrali ha spinto in alto la volatilità dei tassi di interesse, determinando di conseguenza un ampliamento degli spread. Poiché questo ampliamento sembra essere maggiore del dovuto, ci attendiamo che gli spread si restringano rispetto ai livelli attuali. Riteniamo che le prospettive per le obbligazioni dei mercati emergenti (EM) siano interessanti a medio termine, mentre le prospettive a breve termine sono offuscate dagli alti tassi d'inflazione e dalle incertezze dovute alle tensioni geopolitiche. Le obbligazioni sovrane dei mercati emergenti dovrebbero beneficiare di una solida crescita del PIL, con un contributo positivo anche dai prezzi elevati delle materie prime e dalla ripresa del turismo. Anche se probabilmente le questioni geopolitiche continueranno ad essere una tematica importante per questo segmento, l'assenza di un singolo paese dominante dovrebbe contenere questi rischi idiosincratici e spingere al ribasso gli spread complessivi.

#### 4. ASIA.

Le economie asiatiche orientate all'esportazione dovevano essere (e dovrebbero essere ancora) i principali beneficiari della prevista ripresa del commercio globale. La guerra in Ucraina e l'aumento dei prezzi dell'energia si accompagnano però a un rischio evidente di dovere tagliare le aspettative. Le economie asiatiche dovrebbero risentire in modo differente dell'impatto potenziale sulla crescita del PIL e sull'inflazione, principalmente in funzione della quota di esportazioni sul PIL e della dipendenza dalle importazioni di energia di ciascuna economia. Un allentamento della pressione sulle supply chain e un output gap più negativo in risposta a misure più rigide di contenimento del Covid hanno lasciato la regione meno esposta alle pressioni inflazionistiche rispetto ad altre aree. Tuttavia, poiché i tassi e i rendimenti obbligazionari statunitensi sono da sempre fattori importanti per determinare i valori delle valute e i tassi di interesse nei Paesi asiatici, le Banche Centrali asiatiche non

staranno a guardare nel corso dell'anno, ma si muoveranno progressivamente sui loro rispettivi percorsi di normalizzazione. Ma a differenza dei passati cicli di rialzi dei tassi negli Stati Uniti, questa volta le Banche Centrali della regione (esclusa la Cina) sembrano avere maggiore spazio di manovra, e non dovranno necessariamente essere in anticipo o al passo con la Fed. La Banca di Corea, per esempio, ha già aumentato i tassi tre volte da ottobre 2021, e questa volta la Corea del Sud sarà probabilmente tra le prime economie asiatiche a terminare il suo ciclo di rialzi. In Cina, una rigida strategia zero-Covid ha portato nuovamente all'imposizione di lockdown facendo sì che i consumi siano più deboli del previsto. Il conflitto in Ucraina crea ulteriori rischi di dover tagliare le prospettive di crescita della Cina — principalmente per effetto di costi maggiori per le importazioni energetiche. Per questo motivo abbiamo rivisto al ribasso la nostra previsione di crescita del PIL cinese nel 2022, portandola dal 5,3% al 4,5%. A marzo il governo cinese ha consegnato al Congresso Nazionale del Popolo (NPC) la sua relazione di lavoro, fissando l'obiettivo di crescita annuale a "circa il 5,5%": questo significa che la crescita sequenziale media dovrà recuperare a un tasso annuale medio destagionalizzato del 6,5% trimestre su trimestre (SAAR), un risultato impegnativo e superiore al trend. I prezzi medi delle nuove case nelle 70 principali città cinesi sono aumentati leggermente a gennaio, ma nel prossimo futuro non si possono escludere una riduzione degli investimenti e un calo delle vendite nel settore immobiliare. Anche se la situazione di tensione per la liquidità del settore dello sviluppo immobiliare potrebbe continuare per il momento, non ci aspettiamo che Pechino sia direttamente coinvolta nel regolamento di possibili default dei pagamenti. Quindi, è probabile che il riassetto del mercato avvenga a livello locale, con il passaggio dei progetti dalle imprese private in difficoltà alle loro controparti statali (SOE), solitamente meglio capitalizzate. Prevediamo che la Banca Popolare Cinese (People's Bank of China — PBoC) attuerà un ulteriore allentamento monetario per le banche cinesi e realizzerà altri tagli dei tassi per stimolare la domanda dei consumatori e per rafforzare gli investimenti di capitale. Tuttavia, poiché attualmente alcuni settori dei servizi sentono ancora la pressione del Covid, e alla luce della nuova stretta a cui è sottoposto il settore tecnologico, a breve termine sembra ancora essere opportuno un approccio cauto.

Da una prospettiva macro, riteniamo che le economie dell'ASEAN continueranno a registrare una solida crescita quest'anno. Gli investimenti fissi in molti mercati si sono dimostrati piuttosto resilienti durante la pandemia, rispetto alla spesa delle famiglie. Ci sono ragioni per aspettarsi che ciò continui: i flussi degli investimenti diretti esteri in diverse economie dell'ASEAN, in particolare Indonesia, Malesia e Vietnam, rimangono forti.

La guerra Russia-Ucraina ha influito sull'offerta di energia e materie prime, nonché su alcuni prodotti agricoli, spingendo i prezzi a livelli record. I Paesi dell'ASEAN che sono sia importatori netti di energia che grandi importatori di grano ne sopporteranno il peso maggiore. Supponendo un livello del prezzo del petrolio di circa 120 USD/b, gli analisti vedono una variazione

dell'1-3% rispetto alla base line di inflazione (CPI) nelle Filippine, a Singapore e in Thailandia. Nel complesso, è probabile che i saldi delle partite correnti nel 2022 siano più deboli della media pre-pandemia in diverse economie, in particolare nelle Filippine e in Thailandia.

Invece per Paesi quali Indonesia e Malesia è vero il contrario: qui, i saldi delle partite correnti saranno probabilmente più forti nel proseguo d'anno grazie all'impennata dei prezzi delle materie prime. La Malesia è esportatore netto di petrolio nella regione e il suo surplus delle partite correnti potrebbe beneficiare del più alto prezzo internazionale del petrolio. L'Indonesia potrebbe beneficiare di una serie di prezzi più elevati delle materie prime tra cui carbone, olio di palma, gas naturale, acciaio e rame, compensando l'aumento del costo delle importazioni di greggio.

Nel breve termine, i produttori alimentari e di bevande dell'ASEAN corrono il rischio di una compressione del margine di profitto a causa degli elevati costi di input e dello spazio limitato per trasferire questi costi sui consumatori. Ma a medio termine, è probabile che la domanda complessiva sia supportata dalla riapertura delle economie, dalla spesa fiscale dei governi e da redditi più elevati in settori come l'agricoltura, l'energia e l'estrazione mineraria, compensando in parte l'impatto negativo dell'inflazione.

Pertanto, possiamo dire che è stata influenzata da diversi venti contrari esogeni, comprese le aspettative di un aumento più rapido dei tassi della Fed, l'aumento dei prezzi delle materie prime e l'interruzione della catena di approvvigionamento in Cina. Tuttavia, con le imminenti vacanze estive, pensiamo che la riapertura dei confini e l'aumento del turismo potrebbero diventare motori di crescita per molte economie. Per quanto riguarda l'azionario nella regione, preferiremmo i finanziari in un contesto di tassi in aumento, nonché il settore energetico (dato il prezzo del petrolio più elevato). Il credito dell'ASEAN potrebbe dover affrontare venti contrari con tassi di interesse statunitensi più elevati, ma selezionati settori (ad esempio, alcuni HY indonesiani) potrebbero offrire opportunità. I cambi possono essere influenzati da un dollaro forte, ma riteniamo che le valute degli esportatori di materie prime e delle economie con Banche Centrali aggressive potrebbero sovraperformare.

## 5. Materie prime.

All'inizio di marzo gli Stati Uniti hanno annunciato il divieto di importazione dalla Russia di petrolio, gas naturale e altri tipi di materie prime energetiche. Entro la fine del 2022 il Regno Unito eliminerà gradualmente le importazioni di petrolio e di prodotti petroliferi russi. In questo momento non è chiaro fino a che punto altri Paesi seguiranno l'esempio. Tuttavia, per il momento né l'UE né il Regno Unito intendono bloccare le forniture di gas naturale. Il prelievo di petrolio dalle riserve strategiche statali non è stato in

grado di contrastare la riduzione delle scorte. Sul lato dell'offerta, l'OPEC+ ha continuato a produrre in misura minore rispetto ai suoi obiettivi e rimangono scettici sul fatto che raggiunga i livelli di produzione di base annunciati. Un accordo con l'Iran potrebbe però portare maggiore offerta sul mercato, e probabilmente i produttori negli Stati Uniti inizieranno a rispondere ai prezzi elevati aumentando gradualmente gli impianti di estrazione. Questo dovrebbe rendere possibile avere un'offerta superiore alla domanda nei prossimi trimestri. Tuttavia, le scorte commerciali dell'OCSE sono ai minimi da oltre sette anni e di circa l'8,5% al di sotto della precedente media stagionale a cinque anni. Il notevole tempo necessario a ricostituirle ai livelli pre-Covid dovrebbe attenuare l'impatto sui prezzi di un'eccedenza di offerta sul mercato.

La situazione in Ucraina continuerà probabilmente a essere al centro dell'attenzione anche nel prossimo futuro. La domanda occidentale di petrolio non proveniente dalla Russia dovrebbe favorire i prezzi e per questo attendiamo quindi il WTI a 110 USD/barile entro fine marzo 2023. Anche i prezzi dei metalli industriali come il rame, il nichel e l'alluminio sono aumentati significativamente a causa del conflitto in Ucraina. I metalli industriali inoltre sono richiesti anche in un contesto di transizione verso fonti di energia rinnovabili.

## 6. FX.

Le variazioni del cambio EUR/USD nel primo trimestre 2022 sono state principalmente determinate dalla guerra Russia-Ucraina e dai diversi modi in cui le Banche Centrali hanno affrontato il problema dell'inflazione. La Fed sempre più aggressiva e il significativo aumento dei rendimenti che ne è seguito hanno sostenuto l'USD. Negli ultimi mesi la domanda di USD è stata stabilmente alta. Ciò era principalmente correlato ai cambiamenti nella propensione al rischio. Da febbraio, la crisi ucraina è stata la ragione principale per cui gli investitori hanno riallocato, il che ha sostenuto asset sicuri come l'USD. Un altro importante fattore di influenza è stata la fluttuazione dei rendimenti obbligazionari nelle ultime settimane.

Sia la Fed che la BCE hanno riconosciuto le continue pressioni inflazionistiche e hanno iniziato a normalizzare la loro posizione sulla politica monetaria. Ma mentre la BCE ha appena iniziato a ridurre il ritmo dei suoi acquisti netti di attività, la Fed ha già iniziato ad aumentare il Fed Fund Rate (per un totale ad oggi di 75 punti base).

La BCE ha preso una posizione aggressiva e non esclude più un aumento dei tassi quest'anno. La svolta hawkish nella politica della Banca Centrale ha portato a un aumento significativo dei rendimenti. In particolare quelli dei titoli di Stato sulle scadenze più brevi sono aumentati in modo significativo. Poiché gli Stati Uniti sono più avanti nel ciclo di politica monetaria e hanno indicato che aumenteranno il tasso sui Fed Fund di almeno altri 50 punti base

nelle sedute di giugno e luglio, i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi sono aumentati più dei corrispondenti nell'Eurozona. Questa divergenza di rendimenti è stata un ulteriore fattore importante alla base della forza relativa del dollaro USA nelle ultime settimane.

La forte dipendenza dell'Eurozona dalle importazioni di petrolio e gas dalla Russia si è anche rivelata un forte vento contrario per l'Euro. Gli Stati Uniti, invece, sono autosufficienti in questo senso.

Guardando al futuro, tuttavia, ci sono molti aspetti che potrebbero favorire una ripresa dell'Euro. Euro che ha dimostrato di essere una valuta prociclica in passato, apprezzandosi in tempi di ripresa.

Se il conflitto Russia-Ucraina dovesse diventare più localizzato — con la probabilità che alcuni degli scenari di rischio di coda più estremi diminuiscano — l'Eurozona potrebbe ancora crescere al di sopra del suo potenziale nel 2022 e nel 2023. Come speriamo e prevediamo anche il freno economico derivante dalla crisi ucraina è temporanea, l'attività economica dovrebbe riaccelerare ancora più fortemente nell'Eurozona, supportata dagli effetti di recupero della revoca delle restrizioni Covid in primavera. Con l'erogazione dei fondi del Next Generation, anche i Paesi dell'Eurozona stanno beneficiando di uno stimolo fiscale.

Inoltre, un livello di rendimento più positivo in termini assoluti nell'Eurozona potrebbe attirare più flussi finanziari in futuro, il che rafforzerebbe anche l'Euro. Con i mercati che stanno già scontando un forte rialzo dei tassi negli Stati Uniti, è improbabile che la Fed adotti una posizione ancora più aggressiva. Al riguardo, qualsiasi politica più restrittiva nell'Eurozona dovrebbe sostenere l'Euro.

Ma, in definitiva, il cambio EUR/USD è direttamente collegato all'esito della crisi ucraina. Una rinnovata escalation limiterebbe il potenziale al rialzo dell'Euro. La nostra previsione si basa quindi sull'aspettativa che sia possibile un attenuarsi dell'escalation.

Spostando lo sguardo a est lo yen è stata di gran lunga la valuta più debole del G10 nel primo trimestre. L'allargamento della forchetta di rendimento ha pesato in modo forte. Sorprendentemente, dall'inizio della guerra Russia-Ucraina, non c'era stata forte domanda in linea con la sua funzione di "porto sicuro".

Al contrario, a marzo è sceso temporaneamente di oltre il 7% rispetto al dollaro USA al livello più basso in circa 7 anni. Mentre molte Banche Centrali stanno aumentando i tassi di interesse, o almeno riducendo il volume dei loro acquisti di obbligazioni come la BCE, la BoJ ha nuovamente difeso il suo limite di rendimento superiore dello 0,25% per i JGB a 10 anni effettuando maggiori acquisti.

Con un tasso di inflazione dello 0,9%, molto basso grazie a voci eccezionali, non c'è attualmente bisogno di un intervento da parte della Banca Centrale. Anche l'indice dei prezzi alla produzione è però salito a livelli record e gli effetti speciali di smorzamento dell'inflazione vengono gradualmente

eliminati. È improbabile che un aumento dei tassi in Giappone rappresenti un problema per il prossimo futuro. Tuttavia, gli obiettivi del controllo della curva di rendimento potrebbero essere aumentati se il tasso di inflazione raggiungesse il 2,0%.

Sulla base di una prevista ripresa economica comunque, lo yen dovrebbe apprezzarsi leggermente nel medio termine.

Il franco svizzero invece ha continuato ad essere comprato nel primo trimestre dell'anno. In primo luogo nella sua funzione di "porto sicuro" e, in secondo luogo, perché i tassi reali in Svizzera sono molto meno negativi rispetto alla maggior parte degli altri Paesi del G10. Con un 2,4% infatti il tasso di inflazione in Svizzera a marzo era poco meno di un terzo di quello dell'Eurozona. La Banca Nazionale Svizzera non è ancora intervenuta con forza per contrastare l'apprezzamento del franco, anche quando il cambio EUR/CHF è sceso momentaneamente al di sotto della parità. Tuttavia, se la guerra Russia-Ucraina dovesse finire e la propensione al rischio dovesse tornare sui mercati, il franco potrebbe indebolirsi nel corso dell'anno.

La Bank of England (BoE) invece ha alzato il tasso di interesse di riferimento due volte durante il primo trimestre, dallo 0,25% allo 0,75% e ancora ad inizio maggio all'1%. A causa dell'andamento dei prezzi del gas naturale e dell'elettricità in aprile, il tasso di inflazione potrebbe superare l'8,0%, ben al di sopra dell'obiettivo di inflazione del 2%. Partendo dal presupposto che la guerra Russia-Ucraina non grava in modo pesante sull'economia britannica, la BoE sembra destinata a inasprire ulteriormente la politica monetaria, compreso il Quantitative Tightening a partire dall'estate. La crescita globale prevista e la ripresa economica ancora forte nel Regno Unito supportano la sterlina.

GRAFICO 3 – EUR/USD vs. differenziali di tasso regionali



Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Dati al 29 Aprile 2022.

## 7. ESG.

La considerazione dei criteri ESG genera nelle valutazioni di mercato difficoltà, ma anche possibili vantaggi. La teoria tradizionale degli investimenti presuppone che i prezzi nei mercati finanziari ricomprendono in toto tutte le informazioni disponibili. Tuttavia, un aumento dei flussi di informazioni (specialmente quando creano una situazione di “asimmetria informativa”) può rivelarsi di disturbo, determinando spesso un aumento della volatilità e della speculazione. Anche la finanza comportamentale e i modelli correlati suggeriscono limiti alla teoria tradizionale degli investimenti. Le attuali considerazioni sui principi ESG nel processo decisionale degli investimenti hanno anche aiutato a scardinare un vecchio presupposto secondo cui gli aspetti ESG si accompagnavano ad aspettative di rendimento più basse e a un rischio maggiore (quindi volatilità). Questo può essere dovuto al fatto che la precedente attenzione all’esclusione delle sin stocks è stata sostituita oggi da approcci più diversificati e sofisticati. Ora sappiamo che le strategie ESG possono essere resilienti in tempi di crisi, sia in una prospettiva a breve termine che a lungo termine. Ciononostante, rimangono alcune valide domande su come usare gli aspetti ESG nell’analisi degli investimenti. È improbabile che una pura valutazione ESG sulla base di punteggi, rating o criteri di esclusione sia sufficiente da sola come base per il processo decisionale. Questo perché potrebbe non essere completamente aggiornata, potrebbe trascurare certi rischi, e potrebbe non adattarsi facilmente alle norme e ai processi esistenti. Inoltre, deve essere presa in considerazione la dimensione economica in quanto gli aspetti ESG potrebbero stimolare la crescita economica spiegando e promuovendo l’uso delle risorse naturali (“capitale naturale”) così come l’attuazione di politiche sociali ed economiche. Nel contesto dell’utilizzo delle risorse naturali, occorre considerare gli effetti dei nostri sforzi economici sul nostro ambiente e soprattutto sulle numerose specie che lo popolano. In breve: dobbiamo parlare di biodiversità. La valutazione della perdita di biodiversità, un tema ESG sempre più importante, può mettere in evidenza le attuali carenze ESG e anche suggerire alcune soluzioni. Il degrado della biodiversità (perdita di biodiversità) crea rischi (fisici, di transizione e di responsabilità) per tutte le imprese e i settori, in modi differenti e nel corso del tempo. Qualsiasi valutazione di investimento ESG deve quindi guardare all’intero ciclo di vita del prodotto e all’intera filiera di un’impresa. Un’analisi ESG di successo contribuirebbe in questo caso a migliorare le raccomandazioni e le decisioni di investimento qualitative. Tuttavia, spesso le discussioni legate all’ESG sembrano ancora riguardare domande fondamentali sull’ESG come approccio all’investimento. Anche se di recente le percezioni sui criteri ESG sono cambiate significativamente, gli investitori parlano ancora troppo poco di ampliamento dello spettro della discussione sulle tematiche ESG.

Nonostante una crescente consapevolezza riguardo al problema della

perdita di biodiversità, l'argomento non riceve al momento ancora sufficiente attenzione. Le aziende continuano oggi a fare affidamento sulle risorse naturali per i propri processi produttivi ma allo stesso tempo hanno un forte impatto sugli ecosistemi. I servizi ecosistemici sono cruciali per la produzione di beni e servizi, ma per lo più non sono riconosciuti. Diverse ricerche evidenziano come molte industrie e settori siano minacciati da rischi legati alla biodiversità. Per esempio, circa il 38% delle grandi società quotate risulta essere almeno parzialmente colpito dalla perdita di habitat (dimensione del campione: 5.300 società). Ciò nonostante, risulta ancora complicato per gli investitori inserire fattori legati alla biodiversità nella loro strategia ESG. Infatti, nel sondaggio del 2021, solo il 23% delle PMI e delle grandi imprese dichiarava di aver decisamente tenuto conto della biodiversità nella propria strategia. L'analisi della biodiversità chiarisce che esistono diversi tipi di rischi legati alla natura. Per esempio, quando il capitale naturale si esaurisce, si riduce temporaneamente o permanentemente la sua capacità di fornire i servizi ecosistemici da cui dipendono le imprese. Questo rappresenta una fonte fisica di rischio per le imprese e i loro investitori. Allo stesso tempo, la varietà di risposte per diminuire l'impatto dannoso sulla natura genera un rischio di transizione per le imprese.

Il tema di fondo in questo contesto è che è fondamentale una valutazione complessiva di una strategia aziendale sostenibile che non si limiti ai punteggi e ai criteri di esclusione. Il rischio di danno alla natura per le organizzazioni e l'impatto di tali organizzazioni sulla natura (la doppia materialità del danno alla natura) dovrebbero essere misurati, rendicontati e gestiti.

Figura B: Trasmissione alle istituzioni finanziarie dei rischi legati alla natura

Fonte: CISL. Dati aggiornati al 14 febbraio 2022.



## SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

### DIRITTO COMMERCIALE

BOTTI L., *Clausole di covendita e trascinamento*, Collana “Quaderni di giurisprudenza commerciale”, n. 440, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 211, 25,00 euro.

Questo lavoro monografico, l'autore intende esporre nel modo più fedele possibile la funzione e il possibile collocamento nel nostro ordinamento giuridico — con uno specifico riferimento al perimetro del diritto societario — delle clausole di covendita e trascinamento, meglio conosciute nella prassi contrattuale internazionale come clausole di *tag e drag along*.

In particolare, si è cercato di analizzare tutte le problematiche sottese al corretto recepimento delle clausole di trascinamento nella sfera statutaria delle società di capitali, con un riferimento privilegiato al concetto di c.d. “equa valorizzazione”, si è altresì trattato del recente confronto — attualmente in corso nella più recente giurisprudenza di merito — di queste ultime con le clausole di *russian roulette*, sottolineando differenze ed eventuali affinità, nonché infine l'utilizzo di queste atipiche pattuizioni all'interno delle nuove forme di *start up*, nonché PMI “innovative”, che fanno ricorso alla raccolta di capitali tramite portali *on line* e che hanno deciso, a tale scopo, di assumere la veste giuridica di S.r.l.

### DIRITTO DELLE PROCEDURE CONCURSUALI

BASTIA P., *Gestione della crisi e piani di risanamento aziendali*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 425, 50,00 euro.

Il volume è pubblicato in un momento particolarmente significativo per le imprese, interessate da situazioni contingenti difficili e da molte incertezze, con l'esigenza di avvalersi di presidi per la gestione dei rischi e di dotarsi di adeguati supporti.

L'evoluzione della crisi d'impresa e dei meccanismi di risanamento rileva anche dal punto di vista dei creditori e in generale degli *stakeholders*, del mondo professionale, del ceto bancario e finanziario. Anche gli organi di

giustizia possono avere interesse per un testo di riferimento rigoroso e al tempo stesso concreto, sviluppato sui profili aziendalistici e non solo giuridici, per comprendere, operare e motivare consapevolmente.

La stagione delle riforme ha recentemente prodotto nuove funzionalità, come quella dell'esperto nella composizione negoziata, oggetto di particolare attenzione. Questo lavoro, di taglio aziendale, vuole dunque offrire un quadro di riferimento organico e sistematico per la profonda comprensione dei fenomeni di crisi e di insolvenza aziendali e per la predisposizione e l'utilizzo dei piani di risanamento, sia in sede stragiudiziale che giudiziale. Si tratta di un testo che coniuga il sapere aziendale, con rigorosa e solida base scientifica, con la normativa vigente e con le migliori prassi professionali.

PALMIERI M., *I finanziamenti alle società sottocapitalizzate. Linee evolutive della disciplina*, Collana "Quaderni di giurisprudenza commerciale", n. 442, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 254, 29,00 euro.

Lo scritto esamina l'evoluzione della disciplina in tema di finanziamenti « anomali » destinati a società nominalmente sottocapitalizzate alla luce delle modifiche che la normativa ha subito, sia direttamente, sia indirettamente, dalla sua introduzione nel c.c. ad opera del d.lgs. n. 6/2003 sino al recente d.l. n. 118/2021, nonché nella prospettiva di quelle che si profilano a seguito della prossima entrata in vigore del c.c.i. Oltre a indagare gli effetti delle novelle in merito all'applicazione dell'istituto, l'analisi vuole porre in evidenza come sia mutato l'approccio del legislatore in merito alla concessione di prestiti a favore di una società sottocapitalizzata da parte di soci o dei soggetti legati alla compagine finanziata da un legame di gruppo.

BOSTICCI P., *I gruppi di società nel Codice della crisi di impresa*, Collana "Il nuovo fallimento", Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 310, 30,00 euro.

La futura entrata in vigore del Codice della Crisi segnerà il definitivo ingresso nel sistema concorsuale della regolamentazione della crisi dei gruppi di società, che costituisce una delle principali novità della riforma della crisi d'impresa, in parte anticipata da alcune recenti norme in tema di composizione negoziata e comunque necessaria anche alla luce delle indicazioni imposte dal legislatore comunitario. Il volume svolge una panoramica dell'attuale regolamentazione dei gruppi in crisi per poi analizzare, con il taglio pratico che connota la collana, le soluzioni che il Codice della Crisi ha ritenuto di proporre per consentire una gestione ed ove possibile una soluzione unitaria della crisi estesa ad un gruppo, muovendo dalla definizione di "gruppo", per poi prevedere norme specifiche per la proposizione in forma unitaria di domande di concordato preventivo e di accordi di ristrutturazione e per una gestione coordinata delle procedure di liquidazione giudiziale che coinvolgano

più imprese del gruppo. Particolare attenzione viene posta, poi, alle norme in tema di liquidazione giudiziale che introducono una revocatoria speciale per le operazioni interne al gruppo, nonché la disciplina delle azioni di responsabilità specificamente riferite all'attività di direzione e coordinamento e la sorte dei finanziamenti intra-gruppo.

BAESSATO B., MANENTE D. (a cura di), *La disciplina delle crisi da sovraindebitamento. Procedure, esdebitazione, aspetti penali e fiscali*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 659, 68,00 euro.

Il volume offre l'illustrazione completa degli strumenti di regolazione delle crisi da sovraindebitamento nella disciplina del Codice della crisi d'impresa e, specularmente, in quella della legge 3/2012, integrata dalla l. 176/2020, che ha introdotto alcune tra le più significative disposizioni del Codice in materia, anticipandone così da subito l'applicazione. Il Codice — nella sua larga parte — entrerà in vigore il 16 maggio 2022, sulla base di quanto previsto dal d.l. 118/2021, conv. in L. 147/2021.

Il peggioramento della situazione economica delle imprese e delle famiglie determinato dall'emergenza pandemica rende di estrema attualità la prospettiva dell'utilizzo degli strumenti previsti dalle norme sul sovraindebitamento.

Il volume è il frutto dei contributi di diverse professionalità, tutte operanti nel più generale ambito del diritto della crisi e dell'insolvenza, con attenzione ed esperienza diretta nelle tematiche e nelle problematiche relative alla regolazione del sovraindebitamento.

Uno strumento utile per coloro che nella veste di operatori e a diverso titolo (consulenti dei debitori e dei creditori, componenti degli organismi di gestione della crisi, giudici, ecc.), sono quotidianamente chiamati ad affrontare e risolvere le complesse questioni giuridiche sottese al problema sociale del sovraindebitamento; ma non solo: più in generale, può interessare anche tutti coloro che si occupano del diritto della crisi e dell'insolvenza, di cui questo volume vuole costituire una schematica trattazione condotta dal particolare angolo visuale di questo fenomeno.

## OPERAZIONI STRAORDINARIE

SALVI A., *Il mercato dell'M&A italiano durante il Covid-19*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2022, pagg. n. 130, 16,00 euro.

La pandemia da COVID 19 e le misure emergenziali cui essa ha dato luogo hanno avuto un impatto drammatico anche nel determinare un'inevitabile profonda crisi economica. A differenza di quanto accaduto in passato, come ad esempio per la crisi finanziaria del 2008, la repentina recessione

causata dalla pandemia non è riconducibile a fattori di natura endogena, vale a dire da distorsioni intrinseche del sistema economico, ma è invece stata causata da uno shock esterno. La crisi sanitaria e le misure restrittive adottate dai governi — a seguito del rapido attecchimento della pandemia — hanno condotto a un improvviso arresto delle attività e dello sviluppo economico.

I mercati finanziari e il settore della finanza aziendale non sono stati risparmiati dall'avvento della pandemia. In questo contesto, le operazioni di M&A possono contribuire a produrre benefici non soltanto agli azionisti coinvolti nelle transazioni, ma all'intera economia del paese, favorendone lo sviluppo del tessuto industriale e, da ultimo, agevolando la ripresa del prodotto interno lordo. È questo il motivo per cui appare fondamentale indagare come il mercato M&A sia evoluto a seguito dello shock pandemico e della crisi economica conseguente.

Il taglio utilizzato nel volume è squisitamente empirico. L'analisi delle operazioni realizzate nel biennio 2020-2021 è stata condotta con specifico riguardo alle operazioni che hanno visto coinvolti operatori italiani, sia quali potenziali target (operazioni *inbound*) sia in veste di acquirenti di società localizzate all'estero (operazioni *outbound*). Dal complesso di tali operazioni, si è avuto cura di esaminarne la composizione numerica e per controvalore, le principali aree geografiche di sviluppo delle operazioni, la loro ripartizione settoriale, le metodologie di pagamento adottate, la composizione qualitativa degli advisor finanziari e legali.

Il volume intende offrire un immediato supporto operativo e professionale per tutti gli operatori attivi nel mercato delle acquisizioni e alle aziende interessate a comprendere i *driver* dei percorsi di crescita esterna.

## VALUTAZIONE D'AZIENDA

RUTIGLIANO M., *Temì di valutazione d'azienda. Letture e casi*, Egea, Milano, 2022, pagg. n. 581, 80,00 euro.

Il volume non vuole essere l'ennesima esposizione completa di criteri e metodi di valutazione già oggetto di trattazione in molte opere, in modo più o meno approfondito e più o meno critico; piuttosto, è un complemento di analisi su temi che attengono direttamente o indirettamente alla valutazione d'azienda, presentando alcune letture su aspetti critici della valutazione, nella prima parte, e numerosi casi reali, nella seconda parte. Casi reali, quindi, resi prevalentemente non riconoscibili per evidenti ragioni di riservatezza, sviluppati in modo variamente analitico sia per le medesime ragioni, sia in funzione delle diverse sensibilità degli autori rispetto a ciò che può essere ritenuto davvero importante e quindi meritevole di esser riportato. L'obiettivo è quello di presentare come esperti di prim'ordine abbiano affron-

tato problemi non semplici e criticità specifiche del caso esaminato, per lo più non standardizzabili rispetto alle soluzioni offerte. Soluzioni che devono risultare coerenti con il criterio generale della ragionevolezza, della concretezza e con i principi dell'economia e della finanza aziendale, alla luce di una valorizzazione dello storytelling funzionale a contestualizzare il caso, con minore enfasi — quanto basta — per gli aspetti di modellizzazione del processo di valutazione.



## CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2022

Unione europea .....	€ 150,00
Paesi extra unione europea .....	€ 223,00
Prezzo di un singolo numero .....	€ 38,00
(Extra U.E. € 55,00)	

Sconto 10% per gli iscritti agli Ordini professionali, Associazioni professionali, Università.

Le annate arretrate a fascicoli, dal 2015 fino al 2021, sono disponibili fino ad esaurimento scorte.

### RIVISTA ON-LINE ALL'INTERNO DI "BIBLIOTECA RIVISTE" DAL 1975

U.E. .... € 118,00\*

\*IVA ESCLUSA

La rivista on-line riproduce, in pdf, i contenuti di ogni fascicolo dall'anno indicato fino all'ultimo numero in pubblicazione.

La sottoscrizione dell'abbonamento garantisce un accesso di 365 giorni dalla data di sottoscrizione.

In seguito alla sottoscrizione sarà inviata all'abbonato una password di accesso.

Il sistema on-line Biblioteca Riviste permette la consultazione dei fascicoli attraverso ricerche:

- full text;
- per estremi di pubblicazione (numero e anno fascicolo);
- per data.

In caso di sottoscrizione contemporanea a due o più riviste cartacee tra quelle qui di seguito indicate **sconto 10% sulla quota di abbonamento:**

	Unione europea	Paesi extra Unione europea
Banca borsa titoli di credito	€ 170,00	€ 255,00
Diritto del commercio internazionale	€ 170,00	€ 255,00
Giurisprudenza commerciale	€ 255,00	€ 336,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 160,00	€ 223,00
Rivista delle società	€ 155,00	€ 232,00

Gli sconti non sono cumulabili

L'abbonamento alla rivista cartacea decorre dal 1° gennaio di ogni anno e dà diritto a tutti i numeri relativi all'annata, compresi quelli già pubblicati.

Il pagamento può effettuarsi direttamente all'Editore:

- con versamento sul **c.c.p. 721209**, indicando chiaramente gli estremi dell'abbonamento;
- a **ricevimento fattura** (riservata ad enti e società);
- acquisto on-line tramite sito "shop.giuffre.it"
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.** a ciò autorizzati (cfr. <https://shop.giuffre.it/shop>).

Il rinnovo dell'abbonamento deve essere effettuato entro il 31 marzo di ciascun anno.

I fascicoli non pervenuti all'abbonato devono essere reclamati al ricevimento del fascicolo successivo. Decorso tale termine si spediscono, se disponibili, contro rimessa dell'importo.

Le comunicazioni in merito a mutamenti di indirizzo vanno indirizzate all'Editore.

Per ogni effetto l'abbonato elegge domicilio presso la Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Via 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)



Pubblicità inferiore al 45%  
 Stampato da Galli Edizioni S.r.l. - Varese



21101738