

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

N. 1 - Gennaio-Marzo 2025



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI



RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

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



Lefebvre Giuffrè

COMITATO DIRETTIVO

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

REDAZIONE

DOTTRINA: GIOVANNI MARIA GAREGNANI (COORDINATORE)

ATTUALITÀ E PRATICA PROFESSIONALE: MASSIMILIANO NOVA (COORDINATORE):

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

ALTRI TEMI D'INTERESSE PER LA PROFESSIONE:

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

SEGRETERIA DI REDAZIONE

VALENTINA CORTELLAZZI - STEFANO PASETTO

DIREZIONE

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

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

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

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

OBIETTIVI EDITORIALI

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

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

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

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

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

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

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

Internet: www.lefebvrejgiuffre.it - e-mail: vendite@giuffrefl.it

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

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

e-mail: periodici@giuffrefl.it

RIVISTA DEI DOTTORI COMMERCIALISTI

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

SOMMARIO

Pag.

Attualità e pratica professionale

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

- « *Trattamento contabile delle vendite con opzioni di riacquisto nel bilancio dell'acquirente "a pronti" e altre considerazioni applicative* » (di LUCA MORETTO, MASSIMILIANO SEMPRINI e ANDREA ALBERTI) 1

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

- « *Bias cognitivi e distorsioni nella valutazione d'azienda* » (di FRANCESCO BAVAGNOLI) 15

- Attualità in tema di: IVSC Agenda Consultation 2024 – Evolving Valuation Landscape – European Business Valuation Magazine – Making Intangibles More Tangible – Accesso gratuito agli IVS – ESG & Real Asset Valuation – Impegno della BCE nella diffusione dell'importanza del rispetto degli IVS nelle pratiche di valutazione – Aggiornamento sulla valutazione prudenziale degli immobili in Europa e nel Regno Unito – IVSC Academic forum – AGM Hong Kong 2024 – Navigating Blockchain and Digital Assets – La valutazione delle aziende in crisi* 37

CORPORATE GOVERNANCE

- « *Correlazioni fra gli adeguati assetti e le componenti del CoSO Report* » (di ROBERTA PROVASI e CHIARA GUIZZETTI) 49

- Attualità in tema di: Linee guida EBA su politiche, procedure e controlli antiriciclaggio e su rischi ambientali, sociali e di governance (ESG) – Bozza linee guida EBA sull'analisi di scenario ESG – Nuovo Regolamento UE su rating ESG – Circolare Assonime sulla Rendicontazione di Sostenibilità – Documento MEF su ESG e piccole e medie imprese – Relazione annuale sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate italiane – Norme CDCEC di comportamento del collegio sindacale – Consultazioni Consob su lista del consiglio di amministrazione e in materia di sanzioni – Direttiva UE relativa a innovazioni digitali per la semplificazione del diritto societario* 66

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

Massime in tema di: Contratto di permuta azionaria con patto di indennizzo – Non opponibilità ai terzi dei patti di limitazione della responsabilità nella società irregolare – Computo del quorum costitutivo e deliberativo in presenza di azioni proprie nelle società che non fanno ricorso al mercato di capitale di rischio – Efficacia probatoria del verbale di assemblea ordinaria di una società di capitali – Validità del contratto stipulato dalla stazione appaltante direttamente con la società consortile costituita dalle imprese offerenti, che non abbiano mai costituito una Ati – Fideiussione per obbligazione futura dove il fideiussore è anche socio di minoranza della società garantita – Non ricorribile per cassazione il decreto della corte di appello che respinge il reclamo avverso la decisione del tribunale, in tema di accertamento di una causa di scioglimento della società – Non rientra nella competenza delle sezioni specializzate in materia di imprese la controversia inerente ad un credito, ceduto a terzi, da rimborso di finanziamenti effettuati da un socio a favore di una società di capitali, se promossa in data successiva alla trasformazione della debitrice ceduta in società di persone – La nullità della citazione notificata ad una società di persone estinta per cancellazione volontaria dal registro delle imprese è sanabile mediante la costituzione in giudizio di chi (nella specie il socio accomandatario), malgrado il vizio, si sia riconosciuto come convenuto – Responsabilità dell'acquirente dell'azienda ex art. 2560, comma 2, c.c., di un debito in corso di accertamento giudiziale al momento della cessione.....

73

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCURSUALE

«Applicazione delle misure protettive e vaglio da parte del giudice della fattibilità in concreto dei piani di risanamento presentati dalle aziende in crisi nella fase preliminare della composizione negoziata al fine di evitare l'accertamento dello stato di insolvenza o la declaratoria di apertura della Liquidazione Giudiziale alla luce della ordinanza n. 9768 del Tribunale di Milano». Nota all'ordinanza del Tribunale di Milano, Sezione II Civile, del 29 ottobre 2024, n. 9768 (di GIORGIA VIGNA TAGLIANTI)

89

Massime in tema di: Composizione negoziata della crisi – Misure protettive – Accertamento dei requisiti – Pubblicazione numero di ruolo del procedimento – Omissione – Irrilevanza – Concordato semplificato – Parere dell'ausiliario – Funzione – Regolazione della crisi – Comportamenti delle parti – Doveri di buona fede – Concordato minore – Indagine circa la diligenza nella causazione del sovraindebitamento – Rilevanza in ordine alla affidabilità del debitore – Sussistenza – Concordato preventivo – Con riserva – Misure cautelari – Atipiche e protettive – Funzioni – Liquidazione giudiziale – Super società di fatto – Contratto di rete – Estensione – Legale della società – Composizione negoziata della crisi – Imprese in liquidazione – Misure protettive – Funzionalità

93

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

«Misura di prevenzione patrimoniale, giudicato assolutorio e procedimenti pendenti. Un argine alla estensione temporale (e fattuale) del meccanismo presuntivo riferito alla pericolosità generica ex art. 1, lett. B), D.Lgs. n. 159/2011 ». Nota alla sentenza della Corte di Cassazione, Sezione VI Penale, del 30 ottobre 2024 (dep. 10 dicembre 2024), n. 45280 (di ENRICO FASSI) 105

Massime in tema di: Reati contro il patrimonio – Delitti – Truffa – Momento consumativo del reato – Truffa aggravata ai danni dello Stato – “Superbonus” previsto dalla legislazione emergenziale pandemica – Perfezionamento del reato – Individuazione – Fattispecie – Finanze e tributi – In genere – Reati tributari – Delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti – Elemento soggettivo – Natura – Dolo eventuale – Sufficienza – Dolo specifico – Conseguimento della finalità di evasione – Necessità – Esclusione – Reati fallimentari – Bancarotta fraudolenta – Fatti commessi su libri e scritture – Omessa tenuta anche parziale di libri contabili – Nozione – Dolo specifico – Omessa annotazione di specifiche operazioni – Dolo generico – Finanze e tributi – In genere – Delitto di indebita compensazione di cui all’art. 10-quater d.lgs. n. 74 del 2000 – Materialità del reato – Utilizzo del mod. F24 per la sua integrazione – Necessità – Produzione in giudizio – Necessità – Esclusione – Ragioni – Finanze e tributi – In genere – Fattispecie di dichiarazione infedele ex art. 4 D.Lgs. 74/2000 – Fattispecie di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti ex art. 2 D.Lgs. 74/2000 – Concorso di reati – Sussistenza – Esclusione – Reati contro il patrimonio – Autoriciclaggio – Condotta dissimulativa – Mutamento dell’ intestazione soggettiva del bene – Configurabilità – Sicurezza pubblica – Misure di prevenzione – Procedimento – Giudizio di pericolosità sociale generica – Sentenza di assoluzione passata in giudicato – Autonoma valutazione del fatto nel procedimento di prevenzione – Esclusione – Ragioni – Fattispecie – Finanze e tributi – In genere – Delitto di omessa dichiarazione – Accertamento con adesione – Esclusione della causa di non punibilità di cui all’art. 13, comma 2 D.Lgs. 74/2000 – Riconoscimento della circostanza attenuante di cui all’art. 13-bis D.Lgs. 74/2000 – Finanze e tributi – In genere – Delitto di indebita compensazione di cui all’art. 10-quater, comma 2 D.Lgs. 74/2000 – Credito inesistente – Configurabilità..... 125

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

«Il balletto tra processo penale e tributario, tra difetti di coerenza e mancanza di coraggio (con un addendum su un... imprevisto giurisprudenziale)» (di FRANCESCO TUNDO) 129

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

«Abuso del Trattato e onere della prova nella cessione di crediti: l’interpretazione dell’Upper Tribunal in merito all’articolo 12, par. 5, della Convenzione

<i>Fiscale UK-Irlanda</i> ». Nota alla sentenza dell'Upper Tribunal, del 31 maggio 2024, n. 152 (di ANDREA MONACI)	145
--	-----

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

IVA: Rinvio pregiudiziale – Sistema comune di imposta sul valore aggiunto – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 370 – Allegato X, parte A, punto 2) – Deroga – Ambito di applicazione – Attività di un ente radiotelevisivo pubblico finanziate mediante un canone obbligatorio versato dai detentori di apparecchi capaci di captare trasmissioni radiofoniche e televisive. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 168 – Diritto alla detrazione dell'IVA – Acquisto di servizi amministrativi forniti all'interno dello stesso gruppo di società – Diniego del diritto a detrazione. Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 205 – Responsabilità solidale per i debiti fiscali di un terzo – Presupposti e portata della responsabilità – Lotta alla frode all'IVA – Responsabilità solidale per il pagamento dell'IVA non idonea a consentire una valutazione in funzione della partecipazione di ogni soggetto passivo alla frode fiscale – Principio di proporzionalità – Articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea – Principio del ne bis in idem – Criteri d'applicazione – Fatti relativi a diversi esercizi fiscali perseguiti amministrativamente o penalmente – Reato continuato con un unico disegno criminoso – Insussistenza dell'identità dei fatti. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune di imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 183, primo comma – Modalità di esercizio del diritto a detrazione – Riporto dell'eccedenza di IVA – Nozione di "periodo successivo" – Rimborso dell'eccedenza di IVA – Cessazione dell'attività economica. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) – Ambito di applicazione – Operazioni imponibili – Contratto di prestazione d'opera ai fini della realizzazione di un progetto immobiliare – Risoluzione del contratto da parte del committente – Nozione di "corrispettivo" – Qualificazione – Obbligo di pagare l'importo complessivo pattuito, previa detrazione dei costi risparmiati dal prestatore – Articolo 73 – Base imponibile. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Detrazione dell'IVA – Principio di neutralità dell'IVA – Deposito tardivo di una domanda di registrazione – Emissione e contenuto delle fatture – Fattura che non indica l'IVA a monte – Imposta calcolata sulla base di un verbale – Mancanza di una fattura di rettifica – Diritto alla detrazione – Esclusione. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articolo 273 – IVA dovuta da un ente imponibile – Normativa nazionale che prevede la responsabilità in solido dell'amministratore e dell'ente – Presunzione di responsabilità dell'amministratore in caso di assenza di notifica dell'incapacità dell'ente di pagare l'IVA dovuta – Principio di proporzionalità. Rinvio pregiudiziale – Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Cessione di terreni provvisti esclusivamente di fondazioni di costruzioni ad uso abitativo – Qualificazione – Articolo 12 – Nozioni di "terreno edificabile"

<i>e di “fabbricato o frazione di fabbricato” – Criterio della “prima occupazione” di un fabbricato. Rinvio pregiudiziale – Fiscalità – Sistema comune d’imposta sul valore aggiunto (IVA) – Direttiva 2006/112/CE – Articoli 14 e 15 – Ricarica dei veicoli elettrici – Ricarica mediante un’applicazione informatica, messa a disposizione da una società, che consente l’accesso ad una rete di stazioni di ricarica gestite da diversi operatori – Qualificazione dell’operazione ai fini dell’IVA – “Cessione di beni” – Trasferimento effettuato in virtù di contratti di commissione</i>	148
---	-----

<i>Accise: Rinvio pregiudiziale – Accise – Direttiva 2008/118/CE – Articolo 36, paragrafo 1 – Acquisto online di prodotti sottoposti ad accisa in un altro Stato membro – Trasporto da parte di un trasportatore raccomandato dal venditore – Normativa nazionale che considera il venditore come debitore dell’accisa esigibile nello Stato membro di destinazione</i>	149
---	-----

<i>Trasporti su strada: Rinvio pregiudiziale – Ravvicinamento delle legislazioni – Trasporti su strada – Disposizioni tributarie – Direttiva 1999/62/CE – Tassazione a carico di autoveicoli pesanti adibiti al trasporto di merci su strada per l’uso di alcune infrastrutture – Sanzioni applicabili alle violazioni delle disposizioni nazionali adottate in applicazione di tale direttiva – Articolo 9 bis – Requisito di proporzionalità – Normativa nazionale che sanziona tutti gli illeciti con un’ammenda di importo forfettario.....</i>	152
---	-----

<i>Attualità in tema di: U.S.A. – Memorandum on the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Global Tax Deal (Global Tax Deal): l’addio da parte degli Stati Uniti al Global Tax Deal.....</i>	156
---	-----

Altri temi di interesse per la professione

ANDAMENTO CONGIUNTURALE

<i>L’economia globale sta attraversando una fase caratterizzata da rapidi cambiamenti che sono in accelerazione: economici, sociali, politici e tecnologici. Il cambiamento, seppur spesso destabilizzante, non può essere ignorato. Creerà sfide per il 2025 e per gli anni a venire ma con queste arriveranno anche opportunità offerte dalla dinamicità del contesto.....</i>	159
--	-----

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

<i>Diritto penale</i>	173
<i>Diritto tributario</i>	174
<i>Operazioni straordinarie.....</i>	174



Lefebvre Giuffrè

Accendiamo il tuo successo

**Qualità e innovazione per affiancare i nostri
clienti sempre e ovunque**



Per maggiori informazioni
giuffrefrancislefebvre.it



Lefebvre Giuffrè

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

RESPONSABILITÀ CIVILE PROC
EDURA CIVILE FAMIGLIA ESUC
CESSIONI PROCEDURE PENALE
L'EREDITAZIONE E LA SALUTE
ESICUREZZA SUL **LA**VOROBI
LANCIO CONSOLIDATO CON
TENZIOSO TRIBUTARIO CON
TABILE FISCALE CRISI D'IM
PRESA E FALLIMENTO PRIN
CIPALI CONTABILI INTERNAZIO
NALI **SO**CIETÀ COMMERCIAL
ICOOPERATIVE CONTRAT
TI D'IMPRESA IVA ACCERTA
MENTO E RISCHIO NEIM
MOBILIE E CONDOMINIO IMPO
STE SUL REDDITO DELLE SO
CIETÀ PAGHE E CONTRIBUTI P
REVIDENZA LICENZIAMENTO

MEMENTO PRATICO, DA 30 ANNI SA TUTTO DELLA TUA PROFESSIONE.



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



Lefebvre Giuffrè

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



IUS BOX

Scopri la potenza di Ius Box!

Il primo documentale cloud
integrato con la banca dati DeJure



Per maggiori informazioni:



Lefebvre Giuffrè

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

PRINCIPI CONTABILI NAZIONALI E INTERNAZIONALI

TRATTAMENTO CONTABILE DELLE VENDITE CON OPZIONI DI RIACQUISTO NEL BILANCIO DELL'ACQUIRENTE "A PRONTI" E ALTRE CONSIDERAZIONI APPLICATIVE

di LUCA MORETTO, MASSIMILIANO SEMPRINI e ANDREA ALBERTI

1. Premessa.

Il 19 aprile 2023, il Consiglio di Gestione dell'OIC ha approvato definitivamente il principio contabile **OIC 34 - Ricavi** ("OIC 34"), incorporando nel principio anche le modifiche intervenute a seguito del processo di consultazione pubblica, terminato il 7 marzo 2022. Come riportato nel comunicato stampa emesso dall'OIC nell'aprile 2023, a seguito di tale processo sono state inserite **specifiche previsioni riguardanti il trattamento contabile delle opzioni put o call** (restituzione del bene o ricompra da parte della società). Le nuove regole richiedono al redattore del bilancio della società venditrice di applicare del *judgement* nel valutare la probabilità di esercizio di tali opzioni. Qualora sia considerato "ragionevolmente" certo che l'opzione di riacquisto non venga esercitata, l'operazione verrà contabilizzata come un'operazione di vendita. Diversamente, l'operazione verrà contabilizzata come operazione di vendita con obbligo di riacquisto ⁽¹⁾.

Nella stessa data, l'OIC ha anche emesso alcuni emendamenti agli altri principi contabili nazionali, conseguenti all'entrata in vigore dell'OIC 34, al fine di evitare incoerenze tra le disposizioni di tale principio e quelle degli altri principi contabili. Tra gli emendamenti apportati al principio contabile OIC 12 - Composizione e schemi del bilancio d'esercizio ("OIC 12"), vi è **l'abrogazione dell'Appendice B - Operazioni di compravendita con obbligo di retrocessione**. La motivazione alla base dell'abrogazione è che il contenuto dell'appendice è stato ripreso nella Guida Applicativa contenuta nell'OIC 34. È importante, tuttavia, sottolineare che l'Appendice B, precedentemente contenuta nell'OIC 12, illustrava il trattamento da applicarsi sia nel

⁽¹⁾ OIC: Approvato definitivamente principio contabile n. 34 ricavi - Comunicato stampa del 19 aprile 2023.

bilancio del venditore “a pronti” (*alias*: acquirente “a termine”), sia nel bilancio dell’acquirente “a pronti” (*alias*: venditore “a termine”). **La Guida Applicativa contenuta nell’OIC 34 ha ripreso solo il trattamento contabile applicabile dal venditore “a pronti”.**

Inoltre, la necessità di identificare le unità elementari di contabilizzazione può comportare l’emergere di complessità applicative in relazione a determinate fattispecie, che possono sollevare interrogativi in termini di trattamento contabile anche per l’acquirente coinvolto nell’operazione.

2. Breve inquadramento contabile dei requisiti introdotti dall’OIC 34.

Il principio contabile OIC 34 affronta in maniera specifica le **vendite con opzioni di riacquisto** (ad esempio, le vendite con opzione call a favore del venditore e le vendite con opzione put a favore del cliente) e le vendite condizionate (ad esempio, le vendite nelle quali il bene deve essere restituito se si verifica un determinato evento). **Il principio mira a evitare che possano generarsi divergenze nella prassi contabile e che vengano rilevati ricavi fittizi per vendite che, nella sostanza, non risultano tali.**

Per quanto riguarda le **vendite con obbligo di riacquisto**, l’assunto di base è che, **se il contratto di vendita prevede un obbligo di riacquisto, allora è probabile che i benefici e i rischi sostanziali della vendita non siano stati trasferiti alla controparte.** In tali circostanze, se il prezzo di vendita è inferiore al prezzo di riacquisto la società venditrice “a pronti” dovrà considerare la somma ricevuta un anticipo finanziario da iscrivere tra i debiti (assumendo quindi che l’operazione abbia natura finanziaria, vale a dire un finanziamento concesso dal cliente con la garanzia del bene oggetto di formale compravendita). La differenza positiva tra il prezzo di riacquisto ed il prezzo di vendita verrà quindi considerata un onere finanziario dal debitore che rileverà tale interesse per competenza nel suo conto economico nella voce C17 - Interessi e altri oneri finanziari. Al momento del riacquisto, il venditore “a pronti” estinguerà il suo debito congiuntamente a quanto maturato per le somme a titolo di interesse passivo. **Il bene oggetto della vendita continuerà ad essere esposto nel patrimonio della società cedente a pronti e valutato al suo costo di acquisto/produzione (anche se fisicamente dato a garanzia del finanziamento al cliente) e ad essere assoggettato ad un processo di ammortamento, se si tratta di una immobilizzazione.**

Nel caso opposto, in cui il prezzo di vendita sia superiore al prezzo di riacquisto, l’operazione ha natura operativa, pertanto, rappresenta in sostanza una cessione del diritto d’uso del bene. La società venditrice “a pronti”, al momento della vendita, iscrive un debito pari alla somma che sarà necessaria per il riacquisto del bene, mentre la differenza ricevuta a pronti viene considerata un risconto passivo che sarà rilasciato a conto economico come provento operativo per l’uso/affitto del bene nella voce A5 - Altri ricavi e proventi. **Anche in questo caso, il bene oggetto della vendita conti-**

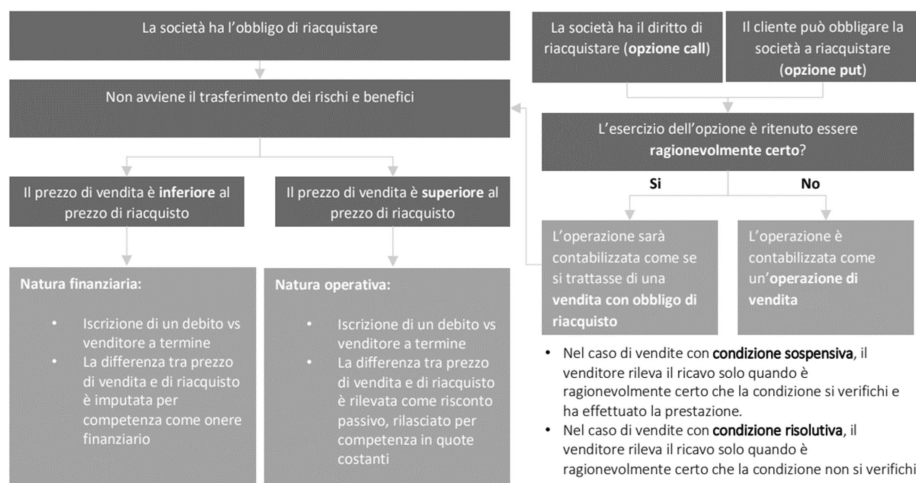
nuerà ad essere esposto nel patrimonio della società cedente a pronti e valutato al suo costo di acquisto/produzione e ad essere assoggettato ad un processo di ammortamento.

Per quanto riguarda le **vendite con opzione di riacquisto**, il principio prevede che nel caso di **opzioni call** (opzione di riacquisto a favore del venditore) occorra valutare **la probabilità che l'opzione venga esercitata**, vale a dire se il venditore “a pronti” sia ragionevolmente certo di non esercitare l'opzione di riacquisto. Solo in quest'ultimo caso la transazione viene contabilizzata come un'operazione di vendita, mentre in caso contrario la vendita verrà trattata alla stregua di una vendita con obbligo di riacquisto.

Nel caso di **opzioni put** (vendite con obbligo in capo al venditore “a pronti” di riacquistare il bene oggetto di vendita su richiesta del cliente) bisognerà **valutare la probabilità che il cliente eserciti l'opzione**. In tale circostanza, il principio prevede che se il venditore è ragionevolmente certo che l'opzione non verrà esercitata, allora la transazione verrà trattata come un'operazione di vendita, altrimenti saranno applicate le regole delle vendite con obbligo di riacquisto.

Per valutare la probabilità associata all'esercizio o meno dell'opzione, le società dovranno **tenere conto di diversi fattori**, quali ad esempio il prezzo di esercizio dell'opzione call o put, il prezzo di mercato atteso dei beni alla data di esercizio di queste opzioni e tutti i fatti e le circostanze che possano influenzare il giudizio nella scelta di esercitare le opzioni.

Infine, se l'efficacia dell'accordo viene subordinata al verificarsi di una condizione sospensiva o ad altri adempimenti da parte del debitore o di terzi, il venditore rileva il ricavo solo quando è ragionevolmente certo che la condizione si verifichi ed abbia effettuato la prestazione. Il seguente diagramma riepiloga quanto discusso sul trattamento degli obblighi e opzioni di riacquisto.



3. Breve inquadramento dei requisiti precedentemente contenuti nell'OIC 12.

Il trattamento delle operazioni con obbligo di acquisto è stato per la prima volta disciplinato dal documento OIC 1 - I principali effetti della riforma del diritto societario sulla redazione del bilancio d'esercizio del 25 ottobre 2004 emesso a seguito della riforma del diritto societario con cui sono stati modificati gli artt. 2424-*bis* e 2425-*bis* del C.C., introducendo rispettivamente il comma 5 dell'art. 2424-*bis* del C.C.⁽²⁾ e il comma 3 dell'art. 2425-*bis* del C.C.⁽³⁾. Successivamente, il trattamento di tali operazioni è stato trattato nel principio contabile OIC 12.

In base alle disposizioni sopracitate, le attività oggetto di operazioni di vendita con obbligo di retrocessione sono mantenute nel bilancio del venditore a "pronti", in quanto **in tali operazioni non vi è una vera e propria cessione, ma una solo temporanea perdita della titolarità delle attività da parte del cedente**, mentre i relativi proventi ed oneri, comprensivi della differenza tra il prezzo a termine e il prezzo a pronti, devono essere iscritti, per competenza, nel conto economico⁽⁴⁾.

Il citato documento OIC del 2004 indica che tali contratti, nella sostanza, possono *"configurare un'operazione di finanziamento con la cessione temporanea di un bene, ovvero un "prestito" di un bene dietro deposito a titolo cauzionale di una somma di denaro*.

Nella prima ipotesi (finanziamento), il venditore, nella veste di soggetto che riceve il finanziamento, quale corrispettivo della somma ricevuta riconoscerà all'acquirente (finanziatore) sia i diritti patrimoniali derivanti dalla temporanea titolarità del bene (ad es. i frutti del bene di cui l'acquirente ha il godimento) che la differenza positiva tra prezzo a termine e prezzo a pronti. Nella seconda ipotesi (prestito del bene), il venditore, cioè il soggetto che presta il bene, riceve quale corrispettivo dell'"affitto" del bene la differenza positiva tra prezzo a pronti e prezzo a termine".

In relazione al trattamento contabile nel bilancio dell'acquirente "a pronti", il documento OIC riportava: *"(l)e operazioni ed i valori che sono iscritti nel bilancio dell'acquirente sono, per quantopossibile, **simmetrici rispetto al trattamento contabile previsto per il venditore**. L'operazione è infatti speculare a quella del venditore"*.

Questi concetti sono poi stati ripresi in maniera integrale nell'Appendice B contenuta all'interno di OIC 12. In particolare, l'appendice prevedeva

⁽²⁾ "Le attività oggetto di contratti di compravendita con obbligo di retrocessione a termine devono essere iscritte nello stato patrimoniale del venditore".

⁽³⁾ "I proventi e gli oneri relativi ad operazioni di compravendita con obbligo di retrocessione a termine, ivi compresa la differenza tra prezzo a termine e prezzo a pronti, devono essere iscritti per le quote di competenza dell'esercizio".

⁽⁴⁾ Riccomagno Franco; Semprini Massimiliano - Bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato dopo il D.Lgs. N. 139/2015 secondo l'interpretazione dei principi contabili nazionali e internazionali, CEDAM, 2017.

quanto segue in relazione al trattamento applicabile nel bilancio dell'acquirente "a pronti": *"(l)le operazioni ed i valori che sono iscritti nel bilancio dell'acquirente a pronti sono, per quanto possibile, simmetrici rispetto al trattamento contabile previsto per il venditore a pronti. Pertanto, se l'operazione ha natura finanziaria, l'acquirente a pronti iscriverà un credito finanziario in contropartita alla somma corrisposta in sede di acquisto iniziale ed i relativi proventi finanziari per competenza.*

Se invece l'operazione ha natura operativa, le rilevazioni contabili dell'acquirente a pronti sono

differenti a seconda se l'operazione verte su un bene di natura finanziaria o di altra natura.

Se l'operazione verte su un bene di natura non finanziaria (ad es. un impianto) l'acquirente a pronti effettua le seguenti rilevazioni contabili:

— i mezzi finanziari utilizzati per l'acquisto iniziale saranno iscritti come crediti limitatamente alla parte corrispondente al prezzo pattuito per la futura retrocessione del bene;

— la parte corrisposta al venditore a pronti in relazione al godimento temporaneo del bene è iscritta tra i risconti attivi e rilasciata per competenza a conto economico (voce B8 — Costi per il godimento di beni di terzi).

Se l'operazione verte su un bene di natura finanziaria, l'acquirente a pronti iscriverà un credito

finanziario nell'attivo dello stato patrimoniale mentre la differenza tra prezzo a pronti (maggiore) e prezzo a termine (minore) sarà imputata a conto economico per competenza come onere finanziario (voce C17 - Interessi e altri oneri finanziari)".

4. Implicazioni per gli acquirenti "a pronti" che predispongono bilanci in base ai principi contabili italiani.

L'introduzione delle previsioni contenute nei paragrafi A.8 e A.9 della Guida Applicativa di OIC 34 **amplia, rispetto alla situazione precedente, il numero delle operazioni che devono essere rappresentate dal venditore "a pronti" come operazioni con obbligo di riacquisto**, includendo in questa categoria anche le vendite caratterizzate dalla presenza di opzioni "call" o "put". In ottemperanza ai citati requisiti del C.C. e ai requisiti espliciti dei paragrafi sopra menzionati, **i beni oggetto di tali transazioni continueranno ad essere iscritti nello stato patrimoniale del venditore** e, nei casi in cui si tratti di beni ammortizzabili, nel bilancio del venditore continueranno ad essere stanziati gli ordinari ammortamenti.

Questa estensione del perimetro di operazioni che si qualificano contabilmente come "vendite con obbligo di riacquisto" si accompagna, tuttavia, all'**eliminazione dal corpo dei principi contabili italiani delle previ-**

sioni esplicite in merito alla rappresentazione contabile da applicare nel bilancio di un acquirente “a pronti”.

Questa lacuna formale sembrerebbe colmabile facendo ricorso al concetto di rappresentazione sostanziale indicato nell'art. 2423-bis, comma 1, del C.C.⁽⁵⁾ e richiamato dal principio contabile OIC 11 - Finalità e postulati del bilancio d'esercizio (“OIC 11”). I paragrafi 26 e 27 di tale principio riportano i seguenti concetti: *“(a) tale postulato generale si è conformata l'elaborazione dei principi contabili da parte dell'OIC. Le definizioni, le condizioni richieste per l'iscrizione o la cancellazione degli elementi di bilancio, i criteri di valutazione, contengono i parametri principali attraverso i quali l'attento esame dei termini contrattuali delle transazioni conduce alla loro rilevazione e presentazione in bilancio tenuto anche conto del postulato generale della rappresentazione sostanziale.*

Pertanto, la prima e fondamentale attività che il redattore del bilancio deve effettuare è l'individuazione dei diritti, degli obblighi e delle condizioni ricavabili dai termini contrattuali delle transazioni e il loro confronto con le disposizioni dei principi contabili per accertare la correttezza dell'iscrizione o della cancellazione di elementi patrimoniali ed economici. Si richiamano in proposito le definizioni di credito e di debito e, ove previsto, il requisito del trasferimento dei rischi e benefici”.

Tuttavia, nell'analizzare le implicazioni derivanti dalle sopracitate modifiche, è necessario prendere in considerazione diversi scenari applicativi.

Nel caso di **operazioni caratterizzate dalla presenza di un obbligo di riacquisto** l'applicazione del concetto di rappresentazione sostanziale condurrebbe ad una presentazione, nel bilancio dell'acquirente “a pronti”, non diversa da quanto precedentemente richiesto in maniera esplicita dall'Appendice B di OIC 12. Questo in considerazione del fatto che il mantenimento del bene oggetto della transazione nel bilancio del venditore deriva da considerazioni di carattere sostanziale, ovvero dal riconoscimento che non si è trattato di una vera cessione, ma di una perdita temporanea di titolarità del bene da parte del venditore. Inoltre, questo trattamento condurrebbe ad una **continuità di applicazione di principio contabile** in relazione alla rappresentazione di tali operazioni sia prima, sia dopo l'entrata in vigore di OIC 34 e dei conseguenti emendamenti ad altri principi.

Nel caso, invece, di **operazioni caratterizzate dalla presenza di opzioni “call” o “put”** l'analisi richiede un **ulteriore livello di approfondimento**. Se un'entità acquirente “a pronti” **non ha effettuato tali operazioni prima dell'entrata in vigore di OIC 34 e degli emendamenti**, allora deve definire che rappresentazione adottare e la decisione di applicare un principio contabile basato sulla sostanza dell'operazione (ovvero, analogo a quanto in precedenza richiesto dall'Appendice B di OIC 12) appare corretta.

⁽⁵⁾ “[...] la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto”.

Infatti, se il venditore “a pronti”, in base al *judgement* richiesto dai paragrafi A.8 e A.9 della Guida Applicativa di OIC 34 e alle evidenze disponibili, ritiene di non possedere i requisiti necessari alla rappresentazione di tale operazione come una vendita ⁽⁶⁾, in applicazione del concetto di sostanza richiamato in precedenza, una rappresentazione contabile dell’acquirente “a pronti” che non preveda la rilevazione del bene nel suo attivo patrimoniale ⁽⁷⁾ sarebbe conforme al principio della prevalenza della sostanza ⁽⁸⁾.

Delle **considerazioni differenti**, tuttavia, possono essere sviluppate in relazione a quelle entità che, nell’ambito della loro attività caratteristica, abitualmente operano come acquirenti “a pronti” in transazioni caratterizzate dalla presenza di “call” o “put” (ovvero, hanno posto in essere e rappresentato tali transazioni **prima dell’entrata in vigore di OIC 34** e degli emendamenti e le porranno in essere anche successivamente). È il caso, ad esempio, delle entità che operano nell’ambito della locazione operativa, le quali generalmente acquistano da fornitori terzi i beni da concedere in locazione, assoggettando i fornitori a un’opzione “put” per il riacquisto del bene, esercitabile dalla società al termine del contratto di locazione stipulato con il cliente finale.

La rappresentazione contabile di queste transazioni ha finora comportato l’eliminazione contabile del bene oggetto dell’operazione da parte della società venditrice e l’iscrizione dello stesso bene da parte della società acquirente (generalmente tra le immobilizzazioni, assoggettando il bene a un processo di ammortamento basato sulla durata del contratto di locazione operativa stipulato con il cliente finale).

È presumibile che l’introduzione dell’OIC 34 **porterà i fornitori coinvolti in queste transazioni a modificare il trattamento contabile finora adottato**, a fronte del nuovo requisito ora introdotto che richiede di valutare la probabilità di esercizio dell’opzione “put” da parte dell’acquirente “a pronti” (in particolare se esiste un’evidenza storica riguardo all’esercizio di questa facoltà da parte della società di locazione). Il trattamento contabile conseguente all’entrata in vigore dell’OIC 34 dovrebbe portare al mantenimento nel bilancio del fornitore del bene oggetto della transazione con la società di locazione.

Per quanto riguarda, invece, le società acquirenti “a pronti” il cui business caratteristico prevede il ricorso a clausole “put” nei contratti stipulati con i propri fornitori (ad esempio, le citate società operanti nell’ambito della locazione operativa di beni), una modifica nella presentazione di tali opera-

⁽⁶⁾ Decisione che, ricordiamo, richiede che il bene oggetto di vendita sia mantenuto nel bilancio della società venditrice “a pronti”.

⁽⁷⁾ Si intende una rappresentazione allineata alle indicazioni in precedenza fornite dall’Appendice B contenuta nel principio OIC 12, i cui contenuti sono richiamati nella sezione 3 del presente documento.

⁽⁸⁾ Al netto di situazioni caratterizzate dalla presenza di asimmetria informativa, in cui venditore “a pronti” e acquirente “a pronti” possono giungere a conclusioni differenti in base agli elementi a loro disposizione.

zioni rappresenterebbe un **cambiamento di principio contabile** ⁽⁹⁾. Le regole che disciplinano i cambiamenti di principi contabili sono contenute nel principio OIC 29 - Cambiamenti di principi contabili, cambiamenti di stime contabili, correzione di errori, fatti intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio ("OIC 29"). In particolare, il par. 15 di tale principio prevede che **un cambiamento di principio contabile è ammesso solo se:**

— **è richiesto da nuove disposizioni** legislative o da nuovi principi contabili (ovvero, si tratta di un cambiamento obbligatorio); o

— **è adottato autonomamente dal redattore del bilancio per una migliore rappresentazione** in bilancio dei fatti e delle operazioni della società (ovvero, si tratta di un cambiamento volontario di principio contabile).

Nel caso specifico, **non ci troviamo di fronte a un cambiamento obbligatorio di principio contabile**. Come indicato, non sono stati introdotti nuovi requisiti, ma ne sono stati eliminati.

In questo contesto, il redattore del bilancio di tali entità potrebbe prendere in considerazione il fatto che i suoi *stakeholders* sono abituati a una certa rappresentazione contabile delle operazioni effettuate dalla società e potrebbe concludere che, **in continuità di business, una variazione di approccio contabile non condurrebbe a una migliore rappresentazione**, ma potrebbe al contrario complicare la lettura dei fatti e delle operazioni della società.

Pertanto, in uno scenario in cui potrebbe potenzialmente configurarsi un cambiamento volontario di principio contabile (ovvero, l'adozione volontaria di un nuovo principio contabile per rappresentare fatti o operazioni che **non differiscono** dai fatti e dalle operazioni precedentemente verificatesi), il redattore del bilancio potrebbe anche decidere di mantenere la rappresentazione finora adottata e tale decisione non sembrerebbe essere questionabile alla luce delle indicazioni fornite dal principio OIC 29.

La commentata lacuna formale in termini di indicazioni sul trattamento contabile da parte degli acquirenti "a pronti" in transazioni caratterizzate dalla presenza di opzioni "call" o "put" dovrebbe essere oggetto di analisi da parte dell'OIC nell'ambito di un prossimo progetto dedicato al trattamento contabile delle operazioni di *leasing*.

5. Ulteriori complessità operative in relazione al trattamento contabile di unità elementari di contabilizzazione ove sia previsto un futuro e vincolante trasferimento della proprietà.

Il principio OIC 34 richiede di identificare le unità elementari di conta-

⁽⁹⁾ Questo perché, con riferimento a tali transazioni, si modificherebbero le "[...] regole, ivi incluse le procedure, che disciplinano i criteri di individuazione delle operazioni, le modalità della loro rilevazione, i criteri e i metodi di valutazione e quelli di classificazione ed esposizione dei valori in bilancio", elementi che in base al par. 4 di OIC 29 costituiscono la definizione di principio contabile.

bilizzazione contenute in un contratto, poiché a ciascuna di esse va allocata una parte del prezzo e per ciascuna va identificato il momento in cui tale corrispettivo deve essere rilevato come ricavo. Alcune fattispecie contrattuali possono generare complessità di analisi che il redattore del bilancio deve gestire, in relazione alla conclusione se le unità di contabilizzazione in esse contenute rientrino o meno nell'ambito di applicazione di OIC 34.

Un esempio di queste complessità riguarda fattispecie contrattuali, diffuse nella prassi operativa, in cui un'entità si impegna a eseguire interventi di trasformazione e riqualificazione dell'impianto termico di un'entità e ad effettuarne la gestione ordinaria per un periodo pluriennale. In taluni casi, gli accordi prevedono che, al termine del contratto, tutti i beni e i materiali eventualmente installati per migliorare le prestazioni energetiche dell'edificio e degli impianti diventino e restino di proprietà del committente, ma che fino a tale data tutte le apparecchiature e le macchine installate rimangano di proprietà della società che ha eseguito i lavori. Il meccanismo di fatturazione è generalmente a rate periodiche, che includono una componente finanziaria e l'ammortamento delle opere effettuate. Inoltre, questi contratti spesso prevedono che, nel caso in cui il committente decidesse di interromperli prima della loro naturale scadenza, egli sia obbligato a pagare il valore residuo delle opere eseguite e ne acquisisca formalmente la proprietà.

L'applicazione del modello di analisi previsto da OIC 34 a un contratto con queste caratteristiche porterebbe alla identificazione di due distinte unità elementari di contabilizzazione, una relativa agli interventi di trasformazione e riqualificazione dell'impianto termico, ed una relativa alla sua successiva gestione ⁽¹⁰⁾.

Se poche questioni dovrebbero emergere con riferimento al servizio di gestione, alcuni dubbi interpretativi potrebbero invece sorgere con riferimento agli interventi sull'impianto.

Innanzitutto e a monte, appare necessario comprendere se questa unità elementare ricada nell'ambito di applicazione di OIC 34 o debba invece essere inclusa nel principio contabile OIC 23 — Lavori in corso su ordinazione. Tale classificazione dovrebbe essere guidata dalla natura delle opere incluse nell'intervento. Se queste comprendono l'installazione di impianti disponibili sul mercato (e.g., una caldaia considerabile un "bene di serie") con limitati interventi di adeguamento, pare ragionevole concludere che la fattispecie non rientri tra i lavori in corso su ordinazione. Se, invece, la portata degli interventi è più ampia e caratterizzata da un elevato livello di personalizzazione basato sulle specifiche tecniche fornite dal committente, allora la defi-

⁽¹⁰⁾ Tali unità elementari non appaiono essere integrate o interdipendenti tra loro. Il periodo pluriennale coperto dal contratto è generalmente inferiore alla vita utile degli impianti installati, per cui la gestione degli stessi può essere effettuata da un soggetto terzo nel periodo successivo al termine contrattuale. Una considerazione analoga può essere sviluppata tenendo in considerazione uno scenario di terminazione anticipata. In tal caso, avverrebbe formalmente il trasferimento della proprietà degli impianti al committente (obbligato a comprarli) e potrebbe essere nominato un nuovo soggetto che si occupi della loro gestione.

nizione di “lavoro in corso su ordinazione” fornita dal principio OIC 23 risulterebbe soddisfatta ⁽¹¹⁾.

Identificato il principio da applicare a tale unità elementare, permanono, tuttavia, delle complessità relative alle specificità della forma contrattuale e all'applicazione del requisito della sostanza sulla forma (*substance over the form*) dell'operazione. Ipotizziamo, per semplicità di analisi, un caso in cui venga fornita al committente una caldaia prontamente disponibile sul mercato e gli interventi di installazione siano minimali. In questo scenario, è necessario proseguire nell'analisi per concludere se la sostanza dell'operazione è quella della vendita di un bene, nonostante gli accordi tra le parti prevedano che la proprietà sia formalmente trasferita solo al termine della durata contrattuale ⁽¹²⁾.

In base alla forma degli accordi, il contratto potrebbe, infatti, essere interpretato alternativamente come contenente una locazione ⁽¹³⁾ finanziaria ⁽¹⁴⁾, in quanto, appunto, la caldaia, pur essendo utilizzata dal cliente, resta formalmente di proprietà del fornitore, sino al termine (o interruzione) del contratto, momento in cui avviene automaticamente il trasferimento formale della proprietà.

Tale seconda proposta interpretativa di classificazione, a nostro avviso, si presterebbe, tuttavia, a delle critiche, sia sul piano della sostanza, sia sul piano della normativa applicabile nel contesto dell'ordinamento italiano. Partendo da questo secondo aspetto, la disciplina dei leasing finanziari è regolata dalla L.n. 124/2017, che ne fornisce la seguente definizione, al comma 136:

*“(p)er locazione finanziaria si intende il contratto con il quale **la banca o l'intermediario finanziario** iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, si obbliga ad acquistare o a far costruire un bene su scelta e secondo le indicazioni dell'utilizzatore, che ne assume tutti i rischi, anche di perimento, e lo fa mettere a disposizione per un **dato tempo** verso un determinato corrispettivo che tiene conto del prezzo di acquisto o di costruzione e della durata del contratto. Alla scadenza del contratto l'utilizzatore ha **diritto** di acquistare la proprietà del bene ad un prezzo prestabilito ovvero, in caso di mancato esercizio del diritto, l'obbligo di restituirlo.”* (enfasi aggiunta).

⁽¹¹⁾ In questo caso, a nostro avviso, la gerarchia di analisi dovrebbe prevedere: 1) l'applicazione di OIC 34 per l'identificazione delle unità elementari e l'allocatione alle stesse di una parte del prezzo complessivo; 2) la contabilizzazione delle unità che non rientrano nello scope di OIC 34 in base ai requisiti dello specifico principio applicabile (OIC 23 nel caso rappresentato).

⁽¹²⁾ O in caso di estinzione anticipata, in quanto il committente si obbliga sin da subito a pagare il valore residuo della caldaia a tale data e ad acquisirne formalmente la proprietà.

⁽¹³⁾ La locazione, in base all'art. 1571 del Codice Civile, è: *il contratto col quale una parte si obbliga a far godere all'altra una cosa mobile o immobile per un dato tempo, verso un determinato corrispettivo.*

⁽¹⁴⁾ Le operazioni di locazione finanziaria, in base al comma 22 dell'art. 2427 del Codice Civile, sono definite come le locazioni che: *[...] comportano il trasferimento al locatario della parte prevalente dei rischi e dei benefici inerenti ai beni che ne costituiscono oggetto.*

Come emerge, la norma è molto chiara nel prevedere uno specifico perimetro soggettivo che riserva l'attività di locazione finanziaria agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. La fattispecie contrattuale tipizzata ⁽¹⁵⁾, inoltre, prevede la presenza di tre soggetti: *i*) il fornitore, ovvero il soggetto che mette a disposizione, dietro corrispettivo, il bene oggetto di locazione, ma rimane estraneo alla locazione vera e propria; *ii*) l'intermediario finanziario (locatore) che si interpone e finanzia l'operazione; *iii*) l'utilizzatore che gode del bene e ha la facoltà di esercitare il diritto di acquisto. Ai fini della rappresentazione contabile il locatore, in ossequio all'appendice A del principio OIC 12 - Composizione e schemi del bilancio d'esercizio, deve fornire, tra le immobilizzazioni iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale, specifica evidenza di quelle concesse in locazione finanziaria. Pertanto i beni oggetto di locazione finanziaria sono iscritti tra le attività patrimoniali delle società locatrici.

Se ne deduce che, in base alla normativa applicabile, innanzitutto sotto il profilo **soggettivo** non sarebbe possibile, per chi non sia un intermediario finanziario iscritto negli appositi albi, porre in essere direttamente una operazione che si qualifichi come locazione finanziaria ⁽¹⁶⁾.

La fattispecie contrattuale descritta nello scenario di esempio si distingue dalla definizione di locazione finanziaria fornita dal comma 136 della L. n. 124/2017, anche sotto il profilo **oggettivo**, per il fatto di non attribuire al committente il **diritto** di acquistare la proprietà del bene, ma di assoggettarlo al trasferimento **automatico** della proprietà al termine del contratto o in occasione del pagamento del valore residuo in caso di terminazione anticipata.

Una qualifica più appropriata di tale configurazione sembra, quindi, dover essere guidata dal principio di *substance over the form*, per cui a medesimi effetti economici sostanziali debba corrispondere una medesima rappresentazione contabile. Si tratterebbe, qui, pertanto, di una vera e propria **vendita** di un bene in cui è stato pattuito un differimento nel

⁽¹⁵⁾ Si veda Cass. SS.UU. del 5 ottobre 2015, n. 19785 che, nel perorare la causa del "collegamento negoziale" sulla teoria del "contratto unitario plurilaterale" precisa la necessità di mantenere "ben distinti, nella vicenda, il contratto di vendita (tra fornitore/venditore e concedente/acquirente) e contratto di locazione (tra concedente/proprietario/locatore della cosa ed utilizzatore/locatario della stessa), pur riconoscendo l'indiscutibile collegamento esistente tra i due".

⁽¹⁶⁾ Non sembra deporre in senso contrario neppure la specifica disciplina delle cc.dd. ESCo (*Energy Service Company*), che pur (D.Lgs. del 30 maggio 2008, n. 115, art. 5, c. 3, b)) dove si afferma che il contratto tipico denominato "servizio energia Plus" ha validità equivalente a un contratto di locazione finanziaria, dal momento che, si aggiunge (ed è dirimente) "nel dare accesso ad incentivanti (sic) e agevolazioni di qualsiasi natura finalizzati alla gestione ottimale e al miglioramento delle prestazioni energetiche". Sembra trattarsi, infatti, non di un *discrimen* tra passaggio sostanziale di proprietà (vendita) o *leasing* finanziario, quanto di un mero coordinamento normativo dove il legislatore si è premurato, come nel caso del *leasing*, di estendere l'accesso a discipline incentivanti che, soprattutto, se derivanti da norme più datate, spesso sono ancorate a un concetto di proprietà giuridico-formale, non più allineato con l'impostazione prevalente nel contesto dei principi contabili tanto nazionali quanto internazionali di "prevalenza della sostanza sulla forma".

pagamento del prezzo tra il venditore e l'acquirente (per via del meccanismo di rateizzazione). Il passaggio, giuridico-formale, del titolo di proprietà costituirebbe, dunque, un meccanismo di mera garanzia per il venditore dell'incasso dilazionato, a tutti gli effetti paragonabile a una vendita immediata con concessione di finanziamento commerciale, cui si accompagna una forma di pegno "rafforzata".

Il corrispettivo irrisorio cui generalmente fa seguito il trasferimento di proprietà finale rende evidente come il negozio sostanziale si sia concluso in ben altro frangente.

D'altro canto, tale configurazione sostanziale è da tempo nota al legislatore del comparto fiscale che ha canonizzato, nell'art. 109 ⁽¹⁷⁾ del TUIR ⁽¹⁸⁾, il principio per cui le componenti reddituali derivanti dalle operazioni di vendita con riserva di proprietà e assimilate si rendono rilevanti, a fini tributari, nell'istante dell'effettuazione, senza attendere il passaggio del titolo giuridico.

Il punto è stato rimarcato dalla stessa Amministrazione finanziaria, che con la Ris. del 1 gennaio 2008, n. 338 ha evidenziato, andando oltre il comparto tributario, che: *"si deve ritenere che in presenza di un contratto di vendita con riserva della proprietà o di un contratto di locazione con clausola di trasferimento della proprietà **vincolante** per ambedue le parti, il verificarsi dell'effetto traslativo, differito a mero scopo di garanzia, è voluto da entrambi i contraenti **già al momento** della conclusione del negozio: è a tale ultima data, quindi, che occorre fare riferimento per individuare il momento in cui ai fini della **redazione del bilancio** e ai fini fiscali rileva il trasferimento del bene"* (enfasi aggiunta) ⁽¹⁹⁾.

⁽¹⁷⁾ Si ricorda che i soggetti IAS-adopter e OIC-adopter (diversi dalle micro-imprese di cui all'art. 2435-ter che non abbiano optato per la redazione del bilancio in forma ordinaria) non applicano più i commi 1 e 2 dell'art. 109 TUIR, per espressa previsione normativa, trovandosi, pertanto, a determinare i criteri di Qualificazione, Imputazione temporale e Classificazione (Qu.I.C.) fiscalmente rilevanti in diretta derivazione dai criteri contabili adottati.

⁽¹⁸⁾ Il comma 2, lett. a) testualmente recita: *"Ai fini della determinazione dell'esercizio di competenza:*

a) i corrispettivi delle cessioni si considerano conseguiti, e le spese di acquisizione dei beni si considerano sostenute, alla data della consegna o spedizione per i beni mobili e della stipulazione dell'atto per gli immobili e per le aziende, ovvero, se diversa e successiva, alla data in cui si verifica l'effetto traslativo o costitutivo della proprietà o di altro diritto reale. Non si tiene conto delle clausole di riserva della proprietà. La locazione con clausola di trasferimento della proprietà vincolante per ambedue le parti è assimilata alla vendita con riserva di proprietà [...]".

⁽¹⁹⁾ Si riporta, per completezza, il prosieguo della Risoluzione dove si evidenzia il chiaro razionale antielusivo della norma commentata: *"(a)d ulteriore precisazione di quanto appena sostenuto, si osserva come l'intento che ha spinto il legislatore ad introdurre — ai fini dell'individuazione dell'esercizio di competenza fiscale — una previsione specifica per la vendita con riserva di proprietà e per la locazione con patto di futura vendita vincolante per entrambe le parti, sia quello di porre un freno a possibili iniziative dei contribuenti (connotate da evidenti profili di elusività) che mediante la locazione di un bene immobile con patto di futura vendita vincolante per entrambe le parti (seguita dalla eliminazione del bene stesso dall'attivo del bilancio), intendano rilevare la plusvalenza emergente dall'operazione solo al momento del successivo trasferimento formale della proprietà, al termine della durata del contratto di locazione. Così operando, in altri termini, viene indebitamente postergato il concorso alla formazione dell'imponibile della plusvalenza conseguita ad esito di una cessione la cui efficacia, si ripete, è differita per mere finalità di garanzia del venditore [...]"*.

La già commentata modifica normativa che ha reso inapplicabile ai soggetti di maggiore dimensione il disposto della disciplina in parola non ha, tuttavia, inteso minare il fondamento di quanto qui discusso. Al contrario. Se, infatti, è stato ritenuto che il criterio di *substance over the form* che informava la cornice contabile avrebbe reso impossibile la convivenza con un'impostazione del Testo Unico giuridico-formale, l'abrogazione deve essere letta più correttamente come un inglobamento. Dove, infatti, i criteri (ad esempio) di imputazione temporale di un ricavo derivante dall'effettuazione di un servizio (al momento della sua ultimazione) coincidevano nel comparto contabile e fiscale, non si determina alcuna soluzione di continuità. E altrettanto si può dire con riguardo a una fattispecie, come quella in analisi, dove, addirittura, la normativa fiscale, per ragioni di tutela del gettito erariale, era già arrivata a valorizzare la sostanza dell'operazione, oltre il formalismo della lettera giuridica.

Sono, infatti, inequivocabili, per il corretto metodo da seguire, le prescrizioni dell'articolo 2423-bis, comma 1, n. 1-bis, del Codice Civile, le quali prevedono che: *“la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto”* e quelle dell'art. 27 del principio contabile OIC 11 - Finalità e postulati del bilancio d'esercizio dove si evidenzia che: *“la prima e fondamentale attività che il redattore del bilancio deve effettuare è l'individuazione dei diritti, degli obblighi e delle condizioni ricavabili dai termini contrattuali delle transazioni e il loro confronto con le disposizioni dei principi contabili per accertare la correttezza dell'iscrizione o della cancellazione di elementi patrimoniali ed economici. Si richiamano in proposito le definizioni di credito e di debito e, ove previsto, il requisito del trasferimento dei rischi e benefici.”*.

D'altro canto, del *leasing* finanziario sembrano mancare, nell'esempio di contratto qui attenzionato, elementi tipizzati dalla normativa, come la “facoltà”, da parte dell'utilizzatore del bene, di optare per il riscatto, trattandosi, qui, invece di un vero e proprio obbligo, che determina che il passaggio sia automatico e, di conseguenza, sostanzialmente noto sin dal momento iniziale. Anche l'elemento tipico del rapporto tra un corrispettivo definito e un periodo di tempo altrettanto preciso di messa a disposizione del bene, che qui parrebbe esistere, a un'analisi più attenta sembrerebbe doversi leggere con una diversa chiave interpretativa: il tempo qui non è, infatti, tanto la misura della messa a disposizione di un bene con una certa vita utile economica (come nel *leasing* finanziario), quanto la cornice temporale di una rateizzazione e di un finanziamento implicito concesso dalla società al cliente finale (come in una vendita con pagamento significativamente dilazionato rispetto alle consuetudini di mercato).

In applicazione delle considerazioni qui esposte, si ritiene, dunque, che nel caso dell'esempio oggetto di commento (e in altri analoghi scenari) una unità elementare di contabilizzazione avente per oggetto un bene il cui trasferimento della proprietà è vincolante per ambedue le parti richieda di

essere rappresentata contabilmente come la vendita di un bene caratterizzata dalla presenza di una dilazione di pagamento (e, pertanto, dalla presenza di una componente finanziaria che deve essere gestita in base al par. 11 di OIC 34). Analoghe considerazioni risultano a nostro avviso applicabili anche nei casi in cui sia presente un diritto di riscatto ad un valore irrisorio (*e.g.* 1 euro), accompagnato dall'obbligo per l'utilizzatore ad acquistare il bene in caso di interruzione anticipata del contratto (attraverso il pagamento del valore residuo a tale data).

Analogamente, basandosi sulla prevalenza della sostanza sulla forma, si ritiene che la rappresentazione contabile che deve adottare la controparte in questa transazione debba portare all'iscrizione del bene tra le attività ammortizzabili (e al conseguente avvio del processo di ammortamento) già dall'inizio dell'accordo e non solo dopo il trasferimento formale della proprietà.

PRINCIPI DI VALUTAZIONE AZIENDALE

BIAS COGNITIVI E DISTORSIONI NELLA VALUTAZIONE D'AZIENDA

di FRANCESCO BAVAGNOLI

1. Introduzione.

Una valutazione è un'opinione soggettiva condizionata da molteplici incertezze e dalla limitata razionalità umana. Obiettivo di questo lavoro è (i) focalizzare quali siano i principali *bias* cognitivi e le distorsioni che influenzano la valutazione d'azienda, incrementandone la soggettività, e (ii) dare degli spunti su come rimediare o minimizzare l'impatto di tali spinte improprie, in particolare per le valutazioni rese a tutela di interessi deboli da un esperto indipendente che deve mantenersi equidistante, neutrale e *super partes*, senza subire condizionamenti di sorta e dare un'opinione, quanto più possibile, oggettiva.

Il lavoro è strutturato come segue. Il par 2 introduce un primo *bias* di tipo culturale che differenzia: (i) gli standard internazionali di valutazione, di matrice anglosassone, che in prospettiva generale vedono nell'informazione estratta dai prezzi di un mercato attivo la migliore evidenza espressiva del valore vs (ii) i principi italiani di valutazione, che contemplan la configurazione di valore economico, fondamentale o intrinseco, che è riflesso nei prezzi negoziati solo se i mercati operano in modo razionale, ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, cioè se sono efficienti in senso fondamentale. Il par. 3 tratta dei *bias* e delle distorsioni nelle valutazioni che vedono delle parti interessate che si contrappongono in una dialettica negoziale o giudiziale. Si tratta, in questi casi, di spinte e influenze volontarie, trucchi e stratagemmi finalizzati a un risultato desiderato, anche ricorrendo alla retorica e ai mezzi più o meno deontologici dell'arte di ottenere ragione. Il par. 4 affronta i *bias* e le distorsioni nelle decisioni di investimento, come l'effetto gregge o l'avversione alle perdite, che contribuiscono a orientare i prezzi di mercato, elementi essenziali della base informativa del processo valutativo. Il par. 5 focalizza i *bias* e le distorsioni a cui può essere soggetto l'esperto indipendente, *inter alia*: l'effetto ancoraggio, l'*availability bias*, il *confirma-*

tion bias, l'effetto familiarità, l'effetto alone, il fascino delle storie, l'ESG "*valuewashing*", i *bias* nella selezione dei dati, l'*hindsight bias* ("senno di poi"). Il par. 6 propone alcune misure per mitigare i *bias* e le distorsioni. Il par. 7 conclude con alcuni *caveat* in merito alla proporzionalità dell'approfondimento del lavoro richiesto all'esperto rispetto all'importanza dell'oggetto della valutazione e alla trappola da evitare del sovraccarico di informazioni e dell'eccessiva complessità valutativa.

2. Platonici europeo-continentali vs anglosassoni aristotelici.

Un primo pregiudizio di carattere culturale si riscontra confrontando i principi internazionali di valutazione IVS (IVSC, 2024) e i principi italiani di valutazione PIV (OIV, 2015). I principi domestici, pur ispirandosi ai principi IVS (cfr. introduzione ai PIV, p. XIII), contemplano la configurazione di valore economico, intrinseco o fondamentale (PIV I.6.8), assente dai principi internazionali, i quali, tra le basi di valore più comunemente utilizzate, annoverano il valore di mercato e il valore di investimento, peraltro incluse anche nei PIV.

Il valore intrinseco dei PIV "*esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi*" (PIV I.6.8). Valore intrinseco e valore di mercato dovrebbero tendere ad allinearsi in "*un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa (cioè efficiente in senso fondamentale)*" (PIV I.6.8, commento). Asimmetrie informative, turbamenti e spinte non razionali del mercato possono, invece, generare uno iato tra i due.

Da un punto di vista cognitivo questo approccio dà al valutatore un certo grado di libertà nel distanziarsi da ciò che è osservabile nel mercato per spingersi, platonicamente (Dupré, 2009), al mondo delle idee per conoscere il valore "vero". Con accenti in parte diversi, una nozione simile è quella di "valore oggettivo", accolta dagli standard emanati dal tedesco *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland* (cfr. Amaduzzi e Giuliani, 2016), che identifica il valore dei flussi di cassa futuri determinato in una prospettiva verificabile intersoggettiva assumendo il punto di vista dell'azionista.

I principi internazionali, dall'altro lato, scontano una tradizionale diffidenza verso tutto quanto non sia fortemente radicato nell'esperienza e nell'empirismo di stampo aristotelico, per cui l'astrazione è un togliere o sottrarre degli elementi da un'unità composita (Reale, 2000) e non un "ponte" verso il mondo delle idee.

Con questa chiave di lettura si possono ripercorrere alcuni passaggi dell'IVS 103, *Valuation Approaches* dove:

— si invita l'esperto a massimizzare l'uso di informazioni di mercato

osservabili e rilevanti (IVS 103, 10.10) qualsiasi sia l'approccio valutativo prescelto (*market, income o cost approach*);

— pur mettendo in luce come non ci sia un metodo o approccio valutativo migliore in assoluto, si afferma che le informazioni incorporate nei prezzi negoziati in mercati attivi sono generalmente da considerare come la migliore evidenza del valore (IVS 103, 10.12).

Questa differente impostazione si riflette, in concreto, anche in un possibile diverso atteggiamento del valutatore che può andare dalla “deferenza” verso i prezzi di mercato, considerati, appunto, come dato osservabile da tenere come punto fermo dal quale è difficile scostarsi, fino alla “presunzione” di poter conoscere il valore “vero”, in nome della centralità del valore intrinseco che si allontana dai prezzi di mercato, ove questi perdano il contatto con i fondamentali economici sottostanti.

Non vi sono prospettive realistiche di un inserimento della configurazione di valore intrinseco, economico o fondamentale nei principi IVS ⁽¹⁾, in quanto difficilmente conciliabile con il resto del framework per le ragioni culturali sopra richiamate.

Eppure, valutare significa dare un'opinione e i prezzi sono solo dei dati empirici osservabili, che risentono di tutte le condizioni di contesto storico e ambientale, e che devono essere necessariamente elaborati criticamente per formulare il giudizio valutativo.

In questo senso, conservano la loro attualità:

— il motto del *value investing* (Graham e Zweig, 2006; Greenwald et al., 2020): *price is what you pay, value is what you get*;

— l'approccio di Damodaran, che distingue nettamente tra *valuing* (valutazioni) e *pricing* (stime dei prezzi fattibili sul mercato). Quando si valuta, la guida è il valore intrinseco derivante dai fondamentali — flussi di cassa, crescita attesa e rischio (Damodaran, 2017) — che può essere in via di principio stimato per una specifica impresa senza avere informazioni su come il mercato stia prezzando altre attività reali e finanziarie. Se l'obiettivo è, invece, attribuire un prezzo probabile, oltre ai fondamentali economici hanno un ruolo rilevante anche altri fattori quali il sentimento e la tendenza del

⁽¹⁾ Tracce di un tentativo in questo senso si ritrovano nella corrispondenza inviata il 3 settembre 2010 dall'*Italian Permanent Committee on Business Valuation Guidelines* (IPCBV, organismo precursore dell'OIV) a commento dell'*exposure draft* dei principi IVS 2010 ove si auspica una rete concettuale fondata sulla centralità del valore intrinseco (economico).

L'IPCBV nella citata corrispondenza ricorda come nella cultura anglosassone alcuni Autori considerino il valore intrinseco come un tipo speciale di valore di investimento e come, in realtà, secondo la consolidata tradizione europeo continentale, il valore intrinseco si distingua dal valore di investimento per due ragioni:

— il valore di investimento riflette la prospettiva di uno specifico investitore (è un valore, quindi, soggettivo), mentre il valore intrinseco riflette la prospettiva di un generico partecipante al mercato;

— il valore di investimento può esprimere una componente di valore potenziale, non suffragata dalla capacità reddituale attuale dell'impresa, sulla quale invece si fondano le stime di valore intrinseco.

mercato, l'effetto gregge, le condizioni di minore o maggiore liquidità dei mercati, etc.

In altri termini, se pensiamo che già i mercati diano delle indicazioni di valore corrette e non distorte (*unbiased*), a cosa serve fare una valutazione ⁽²⁾?

3. Le valutazioni di parte: *engagement bias* e l'arte di ottenere ragione.

Tra i *bias* che condizionano il professionista valutatore, il primo e forse più forte è l'*engagement bias*, cioè la spinta a favorire il soggetto che ha dato l'incarico e che riconoscerà un compenso all'esperto.

Il gioco delle parti è del tutto visibile in contesti *tout court* negoziali. Tipicamente un compratore e un venditore — tramite i loro advisor — cercano di ottenere condizioni più vantaggiose per una transazione. La dinamica è più celata nelle forme, ma è dello stesso carattere nella sostanza, ove vi siano dei consulenti di parte che entrano in discussione con un arbitro *super partes*, al quale è stato assegnato il compito di definire o attestare la congruità di un valore, come il consulente tecnico del giudice nei contenziosi o l'esperto che deve relazionare sulla congruità del rapporto di cambio nelle fusioni e scissioni *ex art. 2501-sexies c.c.*

3.1. Distorsioni e manipolazioni delle valutazioni in contesti negoziali.

Qualora per agevolare l'accordo si voglia stimare un valore di base di una impresa *target* con un modello *Discounted Cash Flow* (DCF) si presentano molteplici possibilità di manipolare in aumento (diminuzione) il risultato:

- incrementare (diminuire) le stime di marginalità e redditività attesa, agendo anche sulla diminuzione (aumento) dell'*effective tax rate*;
- diminuire (incrementare) gli investimenti nel periodo di previsione analitica o nel valore terminale a supporto della crescita;
- aumentare (ridurre) la crescita e la lunghezza del periodo di previsione analitica dove si conseguono miglioramenti di efficienza senza effettuare investimenti in proporzione al rapporto *g/ROIC*;
- diminuire (aumentare) il WACC con l'aumento (la diminuzione) del grado di leva finanziaria senza modificare gli altri parametri, con la diminuzione (l'aumento) del costo del debito, del *risk free*, dell'*equity risk premium*, del beta, o la non considerazione (inclusione) della maggiorazione del tasso per rischi idiosincratichi e di *execution* — c.d. alpha — per la piccola dimensione o l'illiquidità;

⁽²⁾ "If we believe the markets are right, why bother doing valuation in the first place?" (Damodaran, 2010, p. 20).

— circoscrivere (ampliare) il perimetro dei debiti finanziari da considerare nell'indebitamento finanziario netto (in relazione a voci soggette a possibili interpretazioni divergenti quali TFR e debiti pensionistici, debiti scaduti oltre termini fisiologici e fondi rischi, cfr. CNDCEC, 2024);

— considerare (omettere) premi per sinergie e controllo e non incorporare (includere) sconti di minoranza o *lack of marketability* (Romano, 2021).

Le manovre possono essere palesi o mascherate con accurati *cherry picking* di dati, come scegliendo per il venditore il tasso risk free più basso tra quello puntuale e quello medio dell'ultimo anno o degli ultimi due anni, o cercando la stima più conveniente tra diverse fonti per l'*equity risk premium*.

Ad esempio, nel sito web di Damodaran ⁽³⁾, per mercati finanziari evoluti e senza significativa componente di rischio paese l'ERP è stimato a luglio 2024 pari al 4,12% ⁽⁴⁾, mentre per l'Italia l'ERP comprensivo del rischio paese si assesta al 6,8%, calcolato tenendo conto dello spread associato ai rating attribuiti al debito pubblico, o al 5,2% sulla base dei Credit Default Swap sui titoli di Stato; nell'ultima indagine tra accademici e professionisti condotta da Fernández et al. (2024) si evidenzia un ERP medio per l'Italia del 6,2%.

Oppure, l'oggetto delle manipolazioni può essere il beta del CAPM, misurato su comparabili e orizzonti temporali scelti *ad hoc*, ponderato con il beta di mercato pari a 1 o con un beta di settore, deleverato e rileverato con la formula di Hamada o con formule diverse e più sofisticate (cfr. Guatri e Bini, 2005) ⁽⁵⁾.

Per ragioni di semplicità, rispetto alla numerosità e complessità dei parametri necessari per alimentare il modello DCF, è frequente nelle negoziazioni l'uso dei multipli, in particolare sull'EBITDA, misura approssimativa della performance, universalmente nota ma definita solo dall'acronimo (*Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortisation*) e non dai principi contabili.

Anche in questo caso, nonostante l'apparente maggiore linearità del ragionamento valutativo, vi sono molteplici leve per cercare di spingere al rialzo (al ribasso) il valore: attraverso il *cherry picking* dei comparabili o dei multipli — *forward looking*, *backward looking*, medi, puntuali — da utilizzare (e l'esclusione dei valori non convenienti) o anche con la considerazione di premi (sconti) rispetto al *benchmark* per maggiori (minori) prospettive di crescita, minore (maggiore) rischiosità, maggiore (minore) solidità del vantaggio competitivo, della tecnologia proprietaria e delle barriere all'ingresso.

⁽³⁾ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.

⁽⁴⁾ Per evitare *double counting*, tale misura dell'ERP è coerente con un tasso risk free che include il rischio paese (come per l'Italia il tasso dei Btp a 10 anni).

⁽⁵⁾ L'elevata variabilità della misura del beta in dipendenza delle modalità tecniche di calcolo e delle assunzioni sottostanti è una delle ragioni che spingono Fernández (2019) a sostenere che non sia eticamente corretto insegnare che il beta statistico e il CAPM abbiano un significato sostanziale (fermo restando che gli strumenti devono essere conosciuti in quanto diffusamente noti e utilizzati) e a propendere per l'utilizzo di beta qualitativi di "buon senso" per la stima del costo del capitale.

Focalizzando il discorso sull'EBITDA, vi sono nella prassi divergenti opinioni (CNDCEC, 2024) circa la correttezza dell'inclusione (esclusione) nel calcolo che parte dall'utile netto (*Earnings*) e somma interessi passivi (*Interest*), imposte sul reddito (*Taxes*) e ammortamenti sulle immobilizzazioni materiali (*Depreciation*) e immateriali (*Amortisation*) di alcune voci del conto economico, quali:

- le svalutazioni per impairment delle attività immobilizzate che sono affini agli ammortamenti ma non incluse letteralmente nell'acronimo;
- le svalutazioni dei crediti, costi non monetari come gli ammortamenti, ma non incluse nell'acronimo e che sostanzialmente rappresentano una rettifica dei ricavi e un minor flusso di cassa operativo che l'EBITDA ha come obiettivo di misurare, seppur in modo molto approssimato (non considerando gli investimenti in capitale circolante e fisso);
- gli accantonamenti ai fondi rischi, costi non monetari in certi casi di natura straordinaria, ma non menzionati nelle voci dell'acronimo;
- i componenti straordinari, spesso considerati come rettifica in ottica negoziale per avere una misura di performance depurata da eventi anomali e non ricorrenti.

Inoltre, essendo l'EV/EBITDA un multiplo *asset side*, per passare dal valore dell'impresa al valore dell'*equity* si ripropone la perimetrazione in senso più o meno ampio della posizione finanziaria netta (cfr. *supra*), con l'ulteriore elemento che può entrare in discussione dei riflessi su di essa della normalizzazione dei livelli del circolante in caso di attività soggette a stagionalità.

Per comporre le distorsioni e le spinte di parte si può ricorrere ad alcune soluzioni della *principled negotiation* (dal classico Fisher et al., 2011):

- concordare sul metodo da utilizzare e soprattutto sui criteri di scelta dei parametri;
- affidare la valutazione a un esperto indipendente;
- scomporre il prezzo in una parte fissa e una parte variabile in funzione dei risultati futuri con possibili rettifiche in aumento (*earn-out*) o in diminuzione (*claw-back*).

È interessante citare anche una clausola proposta da un compratore USA per disciplinare il prezzo di esercizio di un'opzione incrociata *put-call* a 3 anni per liquidare l'interesse residuo di minoranza dopo un deal di trasferimento del controllo. La logica è di mitigare le valutazioni eccessivamente e volutamente sbilanciate che puntano sulla possibile convergenza, in caso di lite, su una media semplice delle stime effettuate nell'interesse del compratore e del venditore. La clausola prevede che il prezzo di esercizio dell'opzione sia stimato da due professionisti di parte e (i) se la differenza tra le due stime non è superiore al 10% il prezzo è definito in misura pari alla media tra le due (ii) se la differenza tra le stime è oltre il limite del 10% un terzo indipendente deve scegliere quale delle due stime è più attendibile e il prezzo è definito sulla base della valutazione ritenuta più credibile.

3.2. Tentativi di influenzare le valutazioni di un soggetto *super partes*: l'arte di ottenere ragione.

Alcuni espedienti sono comunemente utilizzati per spingere un terzo indipendente verso un esito favorevole a una delle parti, nel contesto dei contenziosi o delle valutazioni affidate a un esperto nominato dal Tribunale per la attestazione della congruità del concambio di fusione o scissione *ex art. 2501 sexies c.c.*

Alcuni di questi metodi — non tutti pienamente compatibili con la deontologia professionale o con canoni di correttezza ed eleganza — sono degli strumenti retorici. In questa prospettiva, il breve saggio *L'arte di ottenere ragione* di Schopenhauer (1991) offre degli interessanti spunti o, meglio, stratagemmi per le contese su temi valutativi ⁽⁶⁾:

— *falsa dicotomia*: presentare la questione come se ci fossero solo due opzioni possibili, quando in realtà ce ne sono di più, ad esempio sostenere che se la valutazione non può essere svolta con il DCF allora per forza occorre usare i multipli di mercato (e perché non il *Discounted Economic Profit* o altri metodi?);

— *uomo di paglia*: rappresentare in modo distorto l'argomento dell'altra parte — come ampliarne o ridurne la portata — per confutarlo facilmente (ad esempio, una complessa argomentazione ridotta a una affermazione fuori contesto che diventa facilmente controvertibile);

— *appello all'autorità*: citazioni di autorità, magari anche di scritti o valutazioni pubblicamente disponibili dell'esperto *super partes* con tentativo di *captatio benevolentiae*; o, *a contrario*, citazioni di scritti o valutazioni dell'esperto di parte opposta dove si prospettano delle tesi che sono da questi avversate nella lite;

— *ribaltamento della prova*: invece di difendere la propria posizione, giocare "all'attacco" e spostare il peso della prova sull'altra parte, evidenziando delle lacune e costringendola a dimostrare la propria posizione;

— *dichiarazione di incompetenza*: dichiarare (o fare finta) di non comprendere le argomentazioni dell'avversario (questo sistema secondo Schopenhauer è particolarmente efficace in ambito accademico);

— *appello all'emozione*: utilizzare storie o testimonianze emotive o anche fare leva sulla comunanza di *background* e appartenenze personali o di ambiti professionali per suscitare empatia e influenzare l'arbitro;

— *ad hominem*: l'attacco sul piano personale dell'avversario è una sorta di *extrema ratio* alla quale si ricorre quando l'argomentazione che si difende è debole e, per questo motivo, spesso si ritorce contro chi la propone. Nel

⁽⁶⁾ L'opera, redatta a Berlino negli anni 1830-1831, è stata pubblicata postuma e denota una visione pessimistica dell'uomo e della volontà di un individuo di prevalere ad ogni costo sull'avversario. Chi disputa non cerca necessariamente la verità, ma impone la propria tesi e la *dialettica eristica* — che fa apparire vero ciò che in realtà è falso — è una forma di prepotenza intellettuale. Schopenhauer avverte contro l'uso scorretto della dialettica e ricorda come sia fondamentale disputare solo con chi è ragionevole e aperto alla verità.

contesto di una discussione tra professionisti, l'attacco *ad hominem* può essere rivolto al collega di parte avversa, cercando di minarne la credibilità, o anche nei confronti del *principal* opposto, ad esempio dipingendolo come persona avida, volubile o irrazionale, contrapponendo la buona attitudine o generosità della propria parte.

I metodi di cui sopra, come premesso, possono anche essere scorretti e subdoli, e conoscerli può essere utile per non farsi cogliere alla sprovvista, qualora siano utilizzati dagli avversari.

In sintesi, è essenziale utilizzare gli stratagemmi di Schopenhauer con cautela e consapevolezza del contesto legale, tecnico e deontologico in cui ci si trova. La chiave è bilanciare l'uso della retorica con argomentazioni solide, chiaramente esposte e basate su prove concrete per convincere l'arbitro, anche perché l'esperto *super partes* che percepisca l'utilizzo degli strumenti retorici citati verrebbe con tutta probabilità influenzato negativamente da un uso spregiudicato degli stessi.

4. Bias nelle decisioni di investimento nei mercati finanziari.

I prezzi negoziati per il trasferimento delle attività finanziarie sono informazioni essenziali per le stime di valore. La valutazione può essere maggiormente “deferente” rispetto a queste evidenze, qualora sia svolta secondo i principi internazionali di valutazione (specialmente se la base è il valore di mercato), oppure se ne può allontanare anche significativamente, qualora la stima sia svolta seguendo i PIV e la configurazione di riferimento sia il valore intrinseco o economico (cfr. *supra* par. 2).

Lo iato tra valori intrinseci e valori di mercato è tanto più ampio quanto più i mercati si allontanano dall'ipotesi dei mercati perfettamente efficienti — originariamente avanzata da Fama (1970) — secondo la quale i partecipanti al mercato agiscono razionalmente, prendono decisioni sulla base di tutte le informazioni pubbliche (o anche private nella forma più forte dell'ipotesi) disponibili e i prezzi riflettono in ogni momento e in modo non distorto i fondamentali economici e la rischiosità delle attività finanziarie.

In effetti, l'osservazione delle dinamiche nelle piazze finanziarie ci mostra che il comportamento umano è influenzato da emozioni, pregiudizi cognitivi ed euristiche, che possono portare a processi decisionali irrazionali. Alcuni dei fenomeni che nella storia recente hanno dato una chiara percezione di quanto il reale funzionamento dei mercati sia lontano dall'ideale dell'efficienza perfetta sono:

— la *bolla dot-com*, con la progressiva diffusione nella seconda metà degli anni 90 di un sentimento di euforia irrazionale e la corsa all'acquisto di titoli emessi da aziende operanti nella nuova frontiera della *internet economy*. Dopo un rally durato dal 1995 al marzo 2000 e l'incremento dei valori del Nasdaq di oltre il 400%, l'indice perde nei due anni successivi circa l'80% e

ritorna al picco del 10 marzo 2000 solo il 24 aprile del 2015. In questo periodo, secondo Penman (2003), si realizza un grande schema piramidale dove gli investimenti sull'onda del trend di mercato (*momentum*) prendono il posto degli investimenti basati sui fondamentali economici;

— la *crisi dei mutui subprime* (2007-2008), derivante dalla concessione irresponsabile di mutui a clienti non affidabili, combinata con complessi schemi di cartolarizzazione e impacchettamento dei rischi in strutture opache, seguita dallo scoppio della bolla del mercato immobiliare USA e dall'insorgere di una grave crisi finanziaria globale (The Economist, 2017);

— investimenti in *titoli meme* (dal 2021 con episodi anche nel 2024): il caso più noto è quello di GameStop, un rivenditore vecchio stile di video game in difficoltà, diventato oggetto di attenzione mediatica e speculazione da parte di piccoli investitori, che intrattenevano discussioni su piattaforme come Reddit e utilizzavano strumenti di trading a basso costo come Robinhood. L'acquisto massiccio di queste azioni ha spinto i prezzi a livelli insostenibili, causando ingenti perdite a fondi speculativi che avevano assunto posizioni *short*, puntando sul ribasso dei titoli conseguente al "rinsavimento" dei mercati (Warner, 2024).

Anche in dipendenza di anomalie come quelle citate, gli studiosi di finanza e di psicologia hanno cercato di elaborare modelli più aderenti alle dinamiche reali. Si è così sviluppato il filone della finanza comportamentale, che investiga i pregiudizi cognitivi, le euristiche e i fattori psicologici ed emotivi che plasmano le decisioni finanziarie e i comportamenti apparentemente anomali degli investitori e, in ultima analisi, contribuiscono a determinare gli andamenti del mercato (Barberis e Thaler, 2003).

Tra i *bias* cognitivi e le distorsioni mentali più significativi si possono annoverare:

— l'effetto gregge (*herding behavior*): gli investitori imitano il comportamento degli altri senza svolgere analisi approfondite, creando il cosiddetto *momentum* del mercato e le bolle speculative. Queste tipicamente iniziano con un moderato aumento dei prezzi, seguito dall'esuberanza irrazionale, dalla paura di perdersi l'occasione (*fear of missing out*) e dall'incremento esponenziale delle quotazioni, poi improvvisamente la bolla scoppia per un fatto imprevisto o il cambiamento delle condizioni di contesto, gli investitori corrono a liquidare le proprie posizioni (*panic selling*), i prezzi crollano e le ripercussioni nei mercati si assorbono in un periodo più o meno lungo (ad esempio, i 15 anni per recuperare il livello massimo dell'indice Nasdaq nel caso della bolla dot-com). Shiller (2000) evidenzia come questi movimenti o manie collettive sono generati da flussi di comunicazioni interpersonali (i.e. passaparola) esaminabili utilizzando i modelli epidemiologici che descrivono la diffusione delle malattie;

— avversione alle perdite (*loss aversion*): gli investitori soffrono (e temono) le perdite più di quanto traggano soddisfazione dai guadagni (Kahneman e Tversky 1979). Questo spiega come mai spesso chi ha in portafoglio un titolo

in perdita sia restio a vendere e mantenga l'investimento nella speranza di un rimbalzo per più tempo di quanto sarebbe razionale. Questo atteggiamento risente anche dell'altro *bias* dello *status quo* (Samuelson e Zeckhauser, 1988) e di resistenza al cambiamento e del *bias* di conferma, che porta a ignorare le informazioni che contraddicono le proprie convinzioni e a focalizzare selettivamente l'attenzione su quelle che le rafforzano (Baker et al., 2019);

— il *bias* della disponibilità (*availability* o *recency*) per cui gli individui che devono prendere delle decisioni in situazioni di incertezza utilizzano le informazioni più facilmente reperibili e comprensibili e quelle che sono percepite intuitivamente come corrette, più recenti o emotivamente connotate (Tversky e Kahneman, 1973). Similmente, per il *bias* di familiarità, gli investitori tendono a focalizzare l'attenzione sui titoli delle aziende che conoscono meglio, magari perché hanno già investito su di esse in passato o perché operano in mercati prossimi;

— il *bias* dell'ancoraggio (*anchoring bias*) riflette la tendenza degli individui a valutare le situazioni e prendere delle decisioni partendo da un riferimento iniziale come il livello attuale del prezzo di un titolo (Cen et al., 2013);

— *self-attribution* e *overconfidence*: *bias* per cui gli individui attribuiscono i successi alle proprie capacità (*self-enhancement*) e imputano i fallimenti a fattori esterni (*self-protection*). Questo può portare a un eccesso di fiducia e all'aumento ingiustificato della frequenza del *trading* con scarsa performance degli investimenti (Czaja e Röder, 2020);

— *framing*, si riferisce al modo in cui le informazioni vengono presentate e come questo influisca sulle decisioni. Nel classico esperimento di Tversky e Kahneman (1981) gli individui mostrano di preferire un investimento che ha una probabilità del 90% di successo, rispetto a uno con una probabilità del 10% di fallimento, nonostante i due scenari siano matematicamente equivalenti;

— *bias* di rappresentatività, cioè la tendenza a prendere decisioni sulla base di caratteristiche non significative o persino superficiali, senza che vi sia un nesso causale tra le caratteristiche osservate e gli obiettivi di investimento. Questa trappola cognitiva può essere causa di errori di valutazione (Taffler, 2010), qualora induca a ignorare i principi della probabilità, l'importanza della numerosità del campione nel corroborare le evidenze, il contesto generale, i limiti fisiologici di accuratezza delle previsioni e la tendenza dei casi eccezionali (ad esempio titoli *outlier* che hanno avuto extrarendimenti in passato) a convergere prima o poi alla normalità (*regression to the mean*).

I *practitioner* della finanza (Montier, 2010) per mitigare i *bias* di cui sopra consigliano (i) di farsi assistere nelle scelte di investimento da professionisti qualificati (ii) di prendere consapevolezza dei propri limiti, superando il *blind spot bias*, per cui ognuno crede che gli altri siano molto più soggetti ai *bias* cognitivi di quanto non lo siano in prima persona (iii) di seguire delle regole di processo, come: mantenere la liquidità se non ci sono delle buone opportunità di investimento, stabilire una soglia di prezzo alla quale vendere un'at-

tività in portafoglio sia in caso di rialzo (per monetizzare il guadagno) che di ribasso (per fermare le perdite) e adottare delle strategie di copertura dei rischi.

Ad aumentare la complessità, negli ultimi anni si assiste al sempre più pervasivo utilizzo di sistemi di trading automatico o algoritmico, basato su regole appunto preimpostate, con operazioni eseguite a una velocità incomparabilmente più elevata di quanto possibile all'operatore umano (*High Frequency Trading*). Secondo stime recenti, il trading algoritmico copre tra il 60% e il 75% delle transazioni a livello globale, con punte dell'80% nei mercati più evoluti e, comunque, con una quota del 40% in mercati emergenti come l'India (Quantified Strategy, 2024).

Rimane ancora da chiarire se l'avvento del trading algoritmico contribuisca a migliorare o a peggiorare l'efficienza dei mercati (Dubey et al., 2022). Ai potenziali benefici in termini di oggettivizzazione, mitigazione dei *bias* e proceduralizzazione delle scelte di investimento, si contrappongono episodi di volatilità, secondo alcuni indotta o aumentata dal trading automatico, come il "flash crash" del 6 maggio 2010, con repentino crollo del 10% degli indici di borsa e ripresa della maggior parte del valore perduto prima della chiusura delle negoziazioni, o episodi analoghi negli anni successivi (The Economist, 2019).

In sintesi, i *bias* di cui sopra assumono rilievo sia nella lettura ed interpretazione dei prezzi scambiati nei mercati regolamentati o nelle operazioni di *private equity*, sia come possibili trappole cognitive nelle quali può cadere il professionista indipendente che affronta una stima di valore, tema di cui si tratta nel paragrafo seguente.

5. *Bias* e distorsioni nelle valutazioni svolte da un professionista indipendente.

L'esperto indipendente al quale sia commissionata una valutazione è potenzialmente soggetto a una serie di spinte, *bias* e condizionamenti di natura soggettiva e oggettiva.

5.1. Ancoraggio ai primi valori comunicati o preliminarmente stimati.

Le ancore sono le stime e aspettative di valore preesistenti allo svolgimento dell'incarico di valutazione o quelle che emergono nelle prime fasi del lavoro e che condizionano il risultato finale per un mix di spinte quali: (i) *anchoring bias*, per cui il professionista si focalizza sulle prime informazioni ricevute, salta alle conclusioni, utilizzando il pensiero veloce invece di quello lento (Kahneman, 2011), anche se la base conoscitiva è incompleta e ragiona per aggiustamenti rispetto ai riferimenti iniziali (ii) *confirming bias*, che

induce a non allontanarsi dai risultati preliminari anche in presenza di evidenze discordanti (*iii*) *engagement bias*, il valutatore cerca, consciamente o inconsciamente, di andare incontro alle aspettative del committente e razionalizza il valore da questi desiderato.

I *valori ancora*, peraltro, sono comunicati in modo trasparente ove l'esperto:

- attesti *ex art.* 2465 c.c. o 2343 c.c. che il valore dei beni conferiti sia non inferiore all'aumento di capitale e sovrapprezzo deliberato dalla conferitaria, qualora l'importo dell'aumento di patrimonio netto sia stato già stabilito in anticipo;

- dia un giudizio di congruità sul prezzo — in precedenza pattuito — di trasferimento a una parte correlata di un bene o un'azienda;

- esprima un giudizio di congruità funzionale (PIV III.1.4) sulla qualità del processo svolto dagli amministratori nel quantificare un rapporto di concambio di fusione o scissione, un sovrapprezzo in un aumento di capitale senza diritto di opzione o un valore di recesso;

- emetta una relazione di stima per la rideterminazione del costo fiscale delle partecipazioni *ex art.* 5 della legge 448/2001, in vista della o anche successivamente alla cessione delle partecipazioni da valutare;

- supporti gli amministratori (*i*) nell'allocazione del prezzo di acquisto di un business (*Purchase Price Allocation*) e (*ii*) negli anni successivi all'aggregazione, nell'*impairment test*, avendo come termine di paragone il valore di carico contabile dell'unità di business, per verificare la capienza del relativo valore recuperabile tramite l'uso o la vendita.

Paradossalmente, nei casi in cui l'esperto non conosca il valore atteso dalle parti interessate alla valutazione (ad esempio, qualora debba valutare un'azienda oggetto di una liquidazione giudiziale, oppure se gli venga chiesto di dare un'opinione *unbiased* di valore in vista di un possibile investimento), potrebbe essere lo stesso professionista a cercare delle ancore (ad esempio, in via mediata interloquendo con gli organi della procedura, oppure cercando di condividere preliminarmente dei *range* di valore con il *principal*), per diminuire il proprio rischio professionale di esprimere un giudizio di valore del tutto scollegato con le attese.

Un altro esempio di ancoraggio è riferibile al contesto delle CTU dove all'esperto indipendente è attribuito un incarico valutativo dal Tribunale. Le ancore sono in questa circostanza rappresentate dalle opinioni espresse dai lati opposti della contesa negli atti di causa o nelle relazioni eventualmente richieste dal CTU ai consulenti di parte. In presenza di questa doppia ancora, qualora il professionista *super partes* non sia convinto della bontà relativa delle argomentazioni in campo, il risultato potrebbe convergere in un'ottica di compromesso sulla media delle due prospettazioni. Rischiando, qualora tale soluzione non fosse motivata da un solido ragionamento valutativo, di cadere nel cosiddetto *flaw of average* (Marasca e Tiscini, 2014), ovvero l'utilizzo delle medie, da evitare come strumento di sintesi valutativa a fronte di valori molto

dispersi ottenuti con metodi diversi secondo i PIV (III.1.42) e i principi IVS (IVS 103, *Valuation Approaches*, 10.07).

5.2. Effetto disponibilità (non solo un *bias* cognitivo).

Una stima di valore è condizionata dal *bias* di disponibilità sotto più profili.

In funzione della propria formazione e esperienza professionale, più o meno di carattere finanziario o in senso lato economico aziendale, l'esperto ha capacità differenziate di utilizzo e di accesso a fonti informative sofisticate, in particolare per quanto riguarda: (i) le prospettive del settore, (ii) l'analisi fondamentale e il confronto dell'impresa e i suoi concorrenti, (iii) i prezzi scambiati nei mercati regolamentati, (iv) i parametri finanziari quali tassi free risk, ERP, beta, leva finanziaria, etc..

Inoltre, la qualità e quantità di dati che l'impresa può mettere a disposizione varia di molto in funzione dell'articolazione dei suoi assetti organizzativi, amministrativi e contabili *ex art.* 2086 c.c. (Riva et al., 2023). A imprese che secondo *best practice* monitorano tempestivamente la gestione e le condizioni di salute finanziaria, formulano budget e piani e verificano gli scostamenti, si contrappongono aziende prive di tali strumenti e che non sono in grado di supportare in modo adeguato il professionista nella composizione della base informativa.

Il *bias* di disponibilità è da intendersi, pertanto, sotto un primo profilo, come tendenza del valutatore a privilegiare, tra le fonti accessibili, quelle di più chiara comprensibilità e facile reperibilità da un punto di vista soggettivo. Utilizzando l'euristica del *satisficing* (da *satisfy* più *suffice*, cfr. Simon, 1956), quando l'esperto trova un dato di input per alimentare una formula (specialmente se il risultato è allineato alle aspettative o stime preliminari) questo è recepito senza sottoporre a esame critico le relative caratteristiche di attendibilità, robustezza e coerenza con il framework di valutazione.

Sotto altro profilo, la distorsione da disponibilità, oltre che un *bias* cognitivo, è anche un *filtro oggettivo* a maglie più o meno larghe in funzione della qualità e ampiezza della base dati e delle risorse attivabili per la sua implementazione, compatibilmente con il compenso riconosciuto al professionista. Il filtro in discorso condiziona significativamente la robustezza del lavoro del valutatore, limitando l'affidabilità delle stime di avviamento, in una piccola o media impresa che non disponga di report formalizzati di pianificazione (Liberatore, 2010). In generale, la carenza della base informativa si riflette nello *scope of work* dell'esperto. Se la base dati soffre di limitazioni rilevanti, non è possibile svolgere una valutazione "piena" con applicazione completa dell'analisi fondamentale (PIV I.4.3 e III.1.2) ma solo rendere un parere valutativo (PIV I.4.4 e III.1.3), eventualmente ricorrendo a ragionamenti e metodologie semplificate.

5.3. Il fascino delle storie e il *bias* di familiarità.

Secondo Damodaran (2017) una valutazione è un connubio di *storytelling* e di *number crunching*: le storie consentono di dare anima ai numeri e di considerare gli aspetti qualitativi di un business, i numeri introducono una disciplina che limita i voli di fantasia, possibili quando si segue senza costrizioni un filo narrativo.

Vi sono storie ricorrenti nel mondo del business (e che spesso ricalcano la struttura delle fiabe popolari), incentrate su figure o idee come l'*underdog*, il momento della scoperta (eureka), il rivoluzionario, il congegno ingegnoso, il bullo, il *low-cost player*, il missionario. Alcune di queste catturano l'immaginazione e diventano tanto più seducenti quanto più si diventa familiari con l'impresa e si è esposti a una forte personalità dell'imprenditore, dei manager o delle risorse chiave. Anche se la familiarità con l'impresa è una condizione necessaria per una valutazione credibile (PIV, p. 89), quando la vicinanza diventa eccessiva, il professionista rischia:

- di essere condizionato dal carisma o da altre caratteristiche delle risorse chiave dell'impresa che abbiano un connotato positivo dal punto di vista dell'esperto, come comuni appartenenze sociali, formative e ideologiche, ove tali tratti, per l'effetto alone (*halo effect*, Nisbett e Wilson, 1977), si proiettino sul giudizio che il valutatore si forma sul business;

- di innamorarsi della *equity story* (Damodaran, 2017), come recentemente successo a molti investitori nel caso dell'impresa Theranos, fondata da Elizabeth Holmes nel 2003, con la promessa rivoluzionaria di analisi del sangue da una sola goccia. Dopo un rapido successo e ingenti investimenti (per più di 1 miliardo di dollari, sulla base di una valutazione massima implicita di oltre 9 miliardi di dollari), la tecnologia non ha potuto essere resa fruibile e nel 2022 la Holmes è stata dichiarata colpevole di aver consapevolmente ingannato gli investitori (The Economist, 2022);

- di non sottoporre adeguatamente a vaglio critico le previsioni messe a disposizione dal *management* (Agnoli e Zamboni, 2023), che soffrono di *overconfidence*, quando non di *hubris* (Viglia e Invernizzi, 2018), o di farsi condizionare dalla lettura retrospettiva della *performance* di impresa, offerta dagli amministratori in funzione degli interessi riconducibili ad essi o alla proprietà, ad esempio nella narrativa contenuta nella relazione sulla gestione con obiettivi di *impression management* (Aerts, 2005).

5.4. ESG “*valuewashing*”.

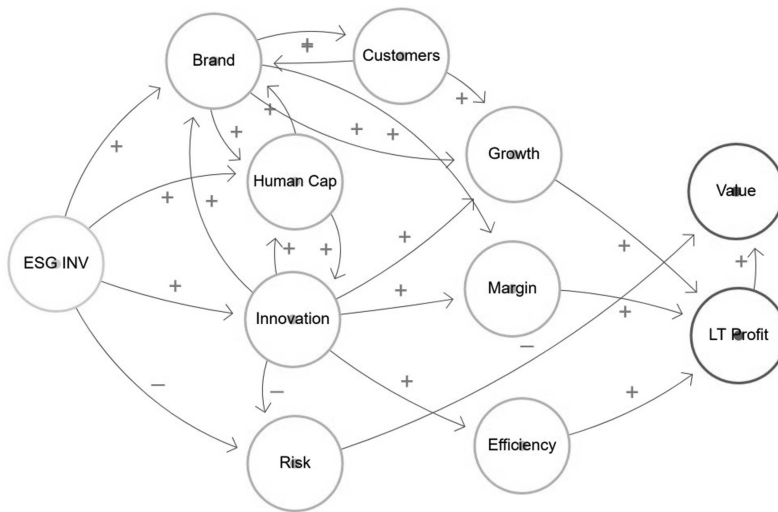
Un tema controverso e attuale riguarda gli effetti degli investimenti ESG e dell'orientamento alla sostenibilità sul valore, per il crescente rilievo che l'impatto ambientale, sociale e del buon governo assumono per la licenza ad operare e la capacità dell'impresa di attrarre e mantenere risorse umane, finanziarie e consenso sociale (Bavagnoli e Comoli, 2023).

In un *perspective paper*, l'IVSC (2021) evidenzia la positiva relazione tra

gli investimenti ESG e la creazione e mantenimento di intangibili quali il brand, il capitale umano e la tecnologia che si alimentano a vicenda in circoli virtuosi.

Il modello di cui alla Figura 1 si ispira allo schema proposto dall'IVS, coniugandolo in ottica sistemica con i principali possibili impatti degli intangibili in termini di *driver* fondamentali di valore (volume di vendite, marginalità, efficienza, crescita e rischio).

FIGURA 1 - Una visione ottimistica degli impatti degli investimenti ESG sui *driver* di valore fondamentali



Fonte: elaborazione dell'Autore disponibile come simulazione interattiva di sistema all'indirizzo <https://shorturl.at/hWJ4o>

In armonia con questo scenario, un'impresa potrebbe cercare di far leva su una particolare sensibilità ESG e sulla segnalazione al pubblico della propria virtù (Tuckwell 2022) per mascherare delle performance economico-finanziarie non soddisfacenti, realizzando una sorta di "*valuewashing*" volto a sviare l'apprezzamento neutrale dell'esperto valutatore.

Peraltro, il terreno per questa manovra potrebbe essere non particolarmente fertile, ove il professionista fosse da annoverare tra i critici del connubio ESG e valore. In modo eminente, secondo Damodaran (2024) l'ESG e il movimento della sostenibilità sono termini vuoti, nati nella bigotteria, nutriti nell'ipocrisia e venduti con vuoti sofismi e non vi sono evidenze convincenti che un'impresa che investe in ESG abbia di per sé alcun vantaggio tangibile rispetto alle altre, dovendo anzi sopportare dei costi aggiuntivi di rendicontazione e compliance.

5.5. Rappresentatività, *status quo bias* e *hindsight bias* (il senno di poi).

Una delle attività più critiche per il valutatore è l'analisi dei business plan per arrivare alla sintesi dei flussi prospettici medio-attesi dal punto di vista probabilistico (PIV III.1.24).

Oltre al già citato tema dell'*overconfidence* del management, che deve essere adeguatamente scontato dall'esperto, si evidenziano:

— il possibile *bias* di rappresentatività, per cui, ad esempio, da alcune caratteristiche dell'impresa di successo, come la fedeltà dei clienti, si fa discendere un giudizio complessivo sulla performance della stessa, oppure dal suo track record positivo si evince necessariamente un uguale andamento in futuro, ignorando segnali più o meno evidenti di un indebolimento della posizione competitiva;

— la necessità di trovare un equilibrio nella rilevanza da assegnare all'andamento corrente dell'impresa rispetto a quello pianificato. Da un lato pesa il possibile *bias* dello *status quo*, per cui si tende a estrapolare nel futuro l'andamento passato, specialmente quello recente. Dall'altro lato la valutazione potrebbe incorporare scenari solo sperati dal management in ipotesi di discontinuità, ad esempio per le imprese in crisi (Liberatore et al. 2017), ove non ci sia un adeguato supporto di azioni di ristrutturazione e di risorse da mettere in campo, oppure non ci sia coerenza con la situazione del settore (Micucci et al., 2014);

— nel caso delle valutazioni retrospettive, svolte in un momento successivo alla data di riferimento, l'esperto deve guardarsi dall'incorrere nell'*hindsight bias* ("senno di poi"). In concreto, deve assumere le sole informazioni storiche e prospettiche disponibili all'epoca e non farsi condizionare dalla conoscenza degli avvenimenti successivi di rilievo per l'impresa oggetto di valutazione (PIV I.8.3).

5.6. *Selection bias*, *survivorship bias* e altre distorsioni nella raccolta dei dati.

Possibili distorsioni riguardano nello specifico la raccolta dei dati (Damodaran, 2017):

— *selection bias*, che consiste nell'attribuire alla generalità o a un insieme più ampio di imprese delle caratteristiche osservate su un campione di esse, senza tenere conto dell'influenza delle modalità di selezione del campione. In questo senso, parametri (moltiplicatori, leva finanziaria, rendimenti, costo del capitale, tasso di crescita, investimenti) calcolati per le società quotate potrebbero non essere applicabili a società non quotate, tendenzialmente più piccole e gestite con strumenti di governo e *risk management* meno sofisticati;

— *survivorship bias*, ove si assumono come generalmente rappresentativi dati riferiti a imprese sopravvissute, senza tenere conto di quelle scom-

parse. Ad esempio, qualora si calcolino i rendimenti medi storici delle azioni, tenendo conto solo delle imprese presenti oggi sul mercato, ignorando così quelle estinte. Un altro caso, tra il *survivorship* e il *selection bias*, riguarda il calcolo dei moltiplicatori (come P/E o EV/EBITDA) di un panel di comparabili di riferimento, notando che sono considerati solo i dati delle imprese che hanno conseguito risultati positivi;

— in generale, vi possono essere elementi di *noise* (“rumore” che copre il segnale) e casi di dati mancanti o di numero ridotto di osservazioni, come è comune riscontrare per le operazioni fuori Borsa sul capitale delle imprese (Fazzini, 2024). Per molte di queste, non vi sono sufficienti dati disponibili, oppure considerazioni specifiche di sinergie, di cambio del controllo o posizioni soggettive delle parti hanno guidato i prezzi scambiati, senza che sia possibile apprezzarne in modo oggettivo l’impatto.

6. Rimedi e mitigazione dei *bias*.

Secondo i principi PIV e IVS l’esercizio valutativo deve essere condotto ispirandosi a principi di integrità, oggettività, imparzialità (neutralità), competenza e professionalità (IVS 100, *Valuation Framework*, 10.01). L’esperto deve seguire un processo razionalmente spiegato che conduca a un giudizio informato di valore in forma chiara, motivata, non ambigua ed esente da distorsioni (PIV p. 88).

Tuttavia, alcuni studi hanno mostrato che i valutatori d’azienda sono soggetti ai *bias* di cui sopra, in particolare di ancoraggio, conferma e *engagement* (Broekema et al., 2022). Analogamente, gli esperti di estimo immobiliare soffrono di *bias* valutativi di tipo individuale (utilizzano scorciatoie e euristiche del tipo di quelle esaminate sopra) e interpersonale (sono soggetti ai condizionamenti derivanti dall’interazione con il committente) secondo una *systematic literature review* condotta da Klamer et al. (2017).

Per rimediare o almeno mitigare l’impatto delle distorsioni in discorso valgono, innanzitutto, le ulteriori indicazioni dei PIV e degli IVS:

— l’importanza dell’*indipendenza*, che trova riscontro (PIV, p. 89) nel non prevedere un compenso in percentuale sul valore o condizionato al raggiungimento di un risultato (in termini di stima o di conclusione di un’operazione);

— l’atteggiamento di *scetticismo professionale* (IVS 100, *Valuation Framework*, 10.04) che contraddistingue tutto l’operato dell’esperto;

— la previsione di *controlli di qualità* del processo (PIV II.3.3 e IVS 100, *Valuation Framework*, 20);

— l’attenzione alla *relazione* che deve illustrare chiaramente e in modo trasparente le scelte valutative, anticipando le domande che un lettore competente potrebbe formulare (PIV II.4.2).

In concreto, si possono aggiungere alcune idee e strumenti di *unbiasing*:

— per evitare l'*anchoring*, *confirming bias* e l'*engagement bias*, il valutatore dovrebbe evitare di ricevere indicazioni di valore dal cliente o da altri soggetti. Questo approccio potenzialmente espone il professionista a una certa solitudine professionale e al rischio di giungere a una conclusione non allineata alle aspettative delle parti interessate. Per controbilanciare questi aspetti si potrebbe prevedere — come strumento di controllo di qualità — una *peer review* della valutazione di un collega di pari esperienza (o addirittura una seconda valutazione senza contatti preliminari) e una comunicazione anticipata alle parti interessate dei risultati provvisori, con la possibilità di fare osservazioni per garantire un giusto processo e un adeguato contraddittorio;

— per prendere coscienza del *familiarity bias* e *confirming bias* Damodaran (2010) suggerisce che il valutatore sia onesto prima di tutto con se stesso e tenga traccia dell'opinione di valore indicativa con la quale inizia l'incarico;

— la molteplicità e affidabilità delle fonti e dei contributi aumenta la qualità della stima. In questo senso, compito del professionista è anche di mettere, iterativamente, in discussione — *sfidare* a una prova di tenuta e robustezza — i dati di input dei modelli, le conclusioni in merito alla solidità del vantaggio competitivo e alle prospettive del settore, le previsioni di flussi finanziari, la percezione dei rischi latenti e di quelli già visibili. Questo può tradursi, in pratica, in (i) rivedere in momenti diversi i passaggi critici della valutazione, cercando di affrontare i nodi concettuali come se li si prendesse in considerazione per la prima volta (ii) svolgere delle analisi di sensitività di sostanza, variando di scarti significativi i parametri più sensibili dell'algoritmo valutativo e incorporando le correlazioni tra i cambiamenti dei parametri (iii) consultare delle fonti alternative per le prospettive del settore, per i dati di mercato di multipli, tassi, etc. (iv) coinvolgere esperti dello specifico business per avere una validazione indipendente del piano (v) aumentare la diversità e la eterogeneità delle competenze del team di valutazione (finanziarie, contabili e economico aziendali, statistiche) (vi) in caso di lavoro di gruppo, sollecitare la discussione interna, magari mettendo a confronto delle narrazioni e tesi valutative contrastanti, che siano difese da diversi membri del *team*, in una riunione collegiale che debba stabilire quale argomentazione è più convincente;

— la consapevolezza dell'esistenza dei *bias* è di per sé uno strumento di mitigazione e, operativamente, il valutatore potrebbe ingaggiare un *peer* che faccia l'"avvocato del diavolo" e che lo porti a esplicitare perché ritiene che il lavoro svolto non sia da questi condizionato;

— l'attenzione durante tutto il processo alla documentazione delle scelte valutative, da trasferire poi nella relazione di stima, su punti quali: come è stato costruito il campione dei comparabili, perché sono stati esclusi degli *outlier*, il piano economico finanziario è quello approvato dal management o sono stati fatti degli aggiustamenti e così via.

7. Conclusioni e note di cautela.

Evidentemente, gli strumenti di mitigazione e rimedio dei *bias* citati nel paragrafo che precede hanno un costo che può essere o meno compatibile con l'incarico. L'utilizzo degli strumenti più sofisticati e che richiedono maggiori contributi di competenze professionali e di basi informative diversificate e di qualità è giustificato da compensi adeguati, che a loro volta riflettono l'importanza dell'oggetto di valutazione.

Spesso, per le imprese di medio piccola dimensione e per le nanoimprese (Bernini et al., 2023), l'incompletezza della base informativa di partenza e i limiti alla ricerca di ulteriori elementi imposti dall'onorario previsto e dalle possibilità di interazione con il management aziendale non consentono di svolgere una valutazione piena (Bavagnoli, 2020). Rimane, tuttavia, l'opzione per l'esperto di rendere un parere valutativo, circoscrivendo la propria responsabilità ad alcune fasi del procedimento di stima. È il caso del professionista che in modo trasparente esplicita che non vi è la possibilità di predisporre e validare un piano e, pertanto, prospetta dei valori condizionati a diversi livelli di performance futura, estrapolati dai risultati passati, se l'impresa è in una fase di stabilità, o, per un'impresa in discontinuità, evidenziando quale è la magnitudo e, eventualmente, il rischio associato all'inversione di tendenza da realizzare rispetto ai risultati più recenti. Se il piano è disponibile ma non vi sono risorse (umane, finanziarie, di tempo) per validarlo, con limitazione dell'ambito del lavoro l'esperto può concordare con il committente — ed esplicitare agli utilizzatori nella relazione — di assumere le proiezioni dei flussi prospettici elaborate come rappresentative della media ponderata dei flussi attesi. Oppure, qualora l'interesse sia a una panoramica sul mercato, ma senza l'ambizione di svolgere un'analisi completa, l'advisor può dare una semplice indicazione dei multipli medi riscontrati in un panel di settore, da riferire all'impresa *target* in modo puramente orientativo.

Inoltre, nell'opposto caso di stime di valore di imprese di grande dimensione e con sistemi informativi sviluppati, occorre, comunque, evitare il *sovraccarico di informazioni* e l'idea — falso mito secondo Damodaran (2010) — che un modello più complesso dia necessariamente risultati più accurati.

Trovare l'equilibrio tra queste tensioni divergenti è una parte essenziale ed affascinante dell'attività professionale dell'esperto di valutazione d'azienda.

Bibliografia

AERTS W., (2005), *Picking up the pieces: impression management in the retrospective attributional framing of accounting outcomes*, Accounting, Organizations and Society, 30(6), 493-517.

- AGNOLI N., ZAMBONI M., (2023), *Il valutatore e l'informazione prospettica delle PMI: alcune prime proposte operative*, Rivista dei Dottori Commercialisti, 1, 43-53.
- AMADUZZI A., GIULIANI M., (2016), *L'Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) e i principi di valutazione in Germania*, in AMADUZZI A., GONNELLA E., LIBERATORE G. (a cura di), *I principi di valutazione d'azienda. Esperienze nord-americane, europee e internazionali a confronto*, Milano, Giuffrè.
- BAKER H.K., KUMAR S., GOYAL N., GAUR V., (2019), *How financial literacy and demographic variables relate to behavioral biases*, Managerial Finance, 45(1), 124-146.
- BARBERIS N., THALER R., (2003), *A survey of behavioral finance*, in edited by CONSTANTINIDES G., HARRIS M., STULZ R., *Handbook of the Economics of Finance*, Amsterdam, Elsevier.
- BAVAGNOLI F., (2020), *Le valutazioni del capitale economico delle Piccole e Medie Imprese a fini di garanzia societaria nel quadro dei PIV. Criticità e possibili semplificazioni*, Roma, Aracne.
- BAVAGNOLI F., COMOLI M., (2023), *La creazione e la distruzione di valore e la sfida della sostenibilità*, in RIVA P. (a cura di), *Ruoli di Corporate Governance. Adeguati assetti e sostenibilità*, Milano, EGEA.
- BERNINI F., GIULIANI M., LA ROSA F., (2023), *La nanoimpresa: aspetti definitivi e caratterizzanti*, in BERNINI F., GIULIANI M., LA ROSA F. (a cura di), *La valutazione delle nanoimprese, degli studi professionali e dei consorzi*, Milano, Giuffrè.
- BROEKEMA M.J.R., STROHMAIER N., ADRIAANSE J.A.A., VAN DER REST J.P.I., (2022), *Are Business Valuers Biased? A Psychological Perspective on the Causes of Valuation Disputes*, Journal of Behavioral Finance, 23(1), 23-42.
- CEN L., HILARY G., WEI J., (2013), *The Role of Anchoring Bias in the Equity Market: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts and Stock Returns*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 48(1), 47-76.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, CNDCEC, (2024), *EBITDA e PFN a fini valutativi e negoziali*, scaricato da <https://commercianti.it/documenti-studio/ebitda-e-pfn-a-fini-valutativi-e-negoziali/>.
- CZAJA D., RÖDER F., (2020), *Self-attribution bias and overconfidence among nonprofessional traders*, The Quarterly Review of Economics and Finance, 78, 186-198.
- DAMODARAN A., (2010), *The Dark Side of Valuation. Valuing young, distressed, and complex business*, Upper Saddle River, Pearson Education.
- DAMODARAN A., (2011), *The Little Book of Valuation. How to Value a Company, Pick a Stock, and Profit*, Hoboken, John Wiley & Sons.
- DAMODARAN A., (2017), *Narrative and numbers. The value of stories in business*, New York, Columbia University Press.
- DAMODARAN A., (2024), *The Siren Song of Sustainability: The Theocratic Trifecta's Third Leg!*, 14 novembre 2024, reperibile all'indirizzo <https://aswathdamodaran.blogspot.com/2024/11/>.
- DUBEY R.K., BABU A.S., JHA R.R., VARMA U., (2022), *Algorithmic Trading Efficiency and its Impact on Market-Quality*, Asia-Pacific Financial Markets, 29, 381-409.
- DUPRÉ B., (2009), *50 grandi idee di filosofia*, Bari, Dedalo.
- FAMA E.F., (1970), *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*, The Journal of Finance, 25(2), 383-417.
- FAZZINI M., (2024), *Manuale della valutazione d'azienda*, Torino, Eutekne.
- FERNÁNDEZ P., (2019), *Is It Ethical to Teach That Beta and CAPM Explain Something?*, reperibile nel SSRN all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2980847>.
- FERNÁNDEZ P., GARCIA DE LA GARZA D., FERNÁNDEZ ACÍN L., (2024), *Survey: Market Risk*

- Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024*, reperibile nel SSRN all'indirizzo <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4754347>.
- FISHER R., URY W., PATTON B., (2011) *Getting to Yes: Negotiating Agreement Without Giving In*, New York, Penguin Books.
- GRAHAM B., ZWEIG J., (2006), *The intelligent investor*, New York, Harper Collins.
- GREENWALD B.C., KAHN J., BELLISSIMO E., COOPER M.A., SANTOS T., (2020), *Value Investing: From Graham to Buffett and Beyond*, Hoboken, John Wiley & Sons.
- GUATRI L., BINI M., (2005), *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL, IVSC, (2021), *A Framework to Assess ESG Value Creation*, serie di Perspectives Paper, scaricato da www.ivsc.org/a-framework-to-assess-esg-value-creation.
- INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS COUNCIL, IVSC, (2024), *International Valuation Standards*, London, IVSC.
- KAHNEMAN D.E., (2011), *Thinking fast and slow*, New York, Farrar, Straus and Giroux.
- KAHNEMAN D.E., TVERSKY A., (1979), *Prospect theory: An analysis of decision under risk*, *Econometrica*, 47(2), 263-292.
- KLAMER P., BAKKER C., GRUIS V., (2017), *Research bias in judgement bias studies - a systematic review of valuation judgement literature*, *Journal of Property Research*, 34(4), 285-304.
- LIBERATORE G., (2010), *La valutazione delle PMI*, Milano, Franco Angeli.
- LIBERATORE G., MECHELLI A., QUAGLI A., TISCINI R., (2017), *Le linee guida per la valutazione delle aziende in crisi CNDCEC SIDREA*, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, 1, 51-64.
- MARASCA S., TISCINI R., (2014), *Il range di valori e l'approssimazione accettabile nei valori formulati*, in MARASCA S. (a cura di), *I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda. Identificazione, analisi e modalità di gestione*, Milano, Giuffrè.
- MICUCCI A., CORBELLA S., INCOLLINGO A., FLORIO C., (2014), *Come affrontare l'incertezza nel business planning*, in MARASCA S. (a cura di), *I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda. Identificazione, analisi e modalità di gestione*, Milano, Giuffrè.
- MONTIER J., (2010), *The little book of behavioral investing. How not to be your own worst enemy*, Hoboken, John Wiley & Sons.
- NISBETT R.E., WILSON T.D., (1977), *The halo effect: evidence for unconscious alteration of judgments*, *Journal of Personality and Social Psychology*, 35(4), 250-256.
- ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, OIV, (2015), *Principi Italiani di Valutazione*, Milano, Egea.
- PENMAN S. H., (2003), *The quality of financial statements: Perspectives from the recent stock market bubble*, *Accounting Horizons*, 17, 77-96.
- QUANTIFIED STRATEGIES, (2024), *What Percentage of Trading Is Algorithmic? (Algo Trading Market)*, reperibile all'indirizzo <https://www.quantifiedstrategies.com/what-percentage-of-trading-is-algorithmic/>.
- REALE G. (a cura di), (2000), *Aristotele. Metafisica*, Milano, Bompiani.
- RIVA P., COMOLI M., DANOVI A., QUAGLI A., (2023), *L'adeguatezza degli assetti per l'early warning e il turnaround*, in RIVA P. (a cura di), *Ruoli di Corporate Governance. Adeguati assetti e sostenibilità*, Milano, EGEA.
- ROMANO M. (a cura di), (2021), *Premi e sconti nella valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- SAMUELSON W., ZECKHAUSER R., (1988), *Status quo bias in decision making*, *Journal of Risk and Uncertainty* 1, 7-59.

- SCHOPENAUER A., (1991), *L'arte di ottenere ragione. Esposta in 38 stratagemmi*, Milano, Adelphi.
- SHILLER R.J., (2000), *Irrational exuberance*, Princeton, Princeton University Press.
- SIMON H.A., (1956), *Rational Choice and the Structure of the Environment*, Psychological Review, 63(2), 129-138.
- TAFFLER R.J., (2010), *The Representativeness Heuristic*, in edited by BAKER H.K., NOFSINGER J.R., *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets*, Hoboken, John Wiley & Sons.
- THE ECONOMIST, (2017), *How the 2007-08 crisis unfolded. A brief history*, 4 maggio 2017.
- THE ECONOMIST, (2019), *What causes a flash crash? Thin trading alone does not explain recent ones*, 7 gennaio 2019.
- THE ECONOMIST, (2022), *A jury finds Elizabeth Holmes guilty of fraud. Theranos's founder captured the imagination of investors, political bigwigs and Hollywood alike*, 8 gennaio 2022.
- TUCKWELL W., (2022), *Virtue Signalling to Signal Trustworthiness, Avoid Distrust, and Scaffold Self-Trust*, Social Epistemology, 38(6), 683-695.
- TVERSKY A., KAHNEMAN D., (1973), *Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability*, Cognitive Psychology 5(2), 207-232.
- TVERSKY A., KAHNEMAN D., (1981), *The framing of decisions and the psychology of choice*, Science, 211, 453-458.
- VIGLIA G., INVERNIZZI A.C., (2018), *Il ruolo dell'hubris nella gestione imprenditoriale*, Napoli, Editoriale Scientifica.
- WARNER B., (2024), *Revival of Meme Stock Mania Continues for GameStop and AMC*, New York Times, 14 maggio 2024.

ATTUALITÀ (*)

Novità da IVSC - IVSC Agenda Consultation 2024

IVSC pubblica la sua agenda individuando alcune priorità con l'obiettivo di definire il futuro degli *International Valuation Standards* (IVS). Questa consultazione triennale ha invitato le parti interessate a fornire il loro contributo su temi chiave di valutazione che sono cruciali per lo sviluppo continuo dell'IVS. La consultazione sull'agenda mira a raccogliere *feedback* da un'ampia gamma di parti interessate, tra cui professionisti della valutazione, organizzazioni professionali di valutazione (VPO), istituzioni finanziarie, investitori, accademici, aziende e regolatori. La missione dell'IVSC è quella di sviluppare, mantenere e promuovere standard concordati a livello internazionale per la valutazione di attività e passività. Questa consultazione garantisce che l'IVS rifletta le priorità e le esigenze della comunità degli esperti valutatori a livello globale. Il documento di consultazione dell'agenda evidenzia diversi temi chiave da considerare elencati di seguito:

i) fattori Ambientale, Sociale e di *Governance* (ESG): riconoscendo la crescente importanza dei fattori ESG nella valutazione, questo argomento esplora il modo in cui questi elementi influiscono sui processi di valutazione e la necessità di standard aggiuntivi;

ii) tecnologia nella valutazione: con i rapidi progressi tecnologici che incidono sulle pratiche di valutazione, questo tema si concentra sull'implementazione di tecnologie come l'apprendimento automatico, l'elaborazione dei dati e modelli di valutazione automatizzati;

iii) rischio di valutazione: affrontando la gestione del rischio di valutazione, questo tema enfatizza le procedure e i controlli necessari per garantire che le valutazioni siano appropriate per l'uso previsto. Il periodo di consultazione ha avuto la durata di 90 giorni e si è concluso il 9 ottobre 2024.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/consultations/ivs-agenda-consultation-2024/>

* * *

IVS Webinar: The Evolving Valuation Landscape: Meeting the Demand for Speed and Frequency

Il 12 settembre 2024 si è svolto il *webinar* dal titolo “*Evolving Valuation Landscape: Meeting the Demand for Speed and Frequency*”, in partnership con 73 *Strings*. Questa sessione a partecipazione gratuita offre una preziosa

(*) A cura di Federica Doni.

opportunità per esplorare il panorama in rapida evoluzione della valutazione degli asset alternativi. Con la crescita della domanda di valutazioni più frequenti e rapide, le pratiche tradizionali devono essere oggetto di particolare attenzione. Ai professionisti della valutazione viene sempre più chiesto di adattarsi alle esigenze in evoluzione dei mercati azionari. Il *webinar* ha approfondito diversi argomenti chiave: i) l'aumento dei volumi delle valutazioni: con la volatilità del mercato, i cambiamenti normativi, le pressioni sui costi e la democratizzazione dei mercati privati, i gestori di fondi stanno rivalutando e razionalizzando le operazioni. La discussione ha trattato il modo in cui i team di valutazione stanno ridimensionando le operazioni per gestire maggiori volumi senza compromettere l'accuratezza o la qualità. ii) la valutazione come strumento strategico: le valutazioni hanno trasceso il *reporting* tradizionale, diventando un indicatore cruciale della *performance* del portafoglio e parte integrante della pianificazione strategica, delle decisioni di investimento e della gestione del rischio. La sessione ha messo in evidenza la necessità di dati e analisi in tempo reale per fornire approfondimenti fruibili oltre i report standard; iii) accelerazione dei processi di valutazione: il *webinar* ha presentato casi di studio di alcuni dei maggiori gestori di fondi alternativi del mondo, mostrando come i loro processi di valutazione si sono evoluti e i vantaggi che hanno ottenuto.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://us02web.zoom.us/join/9687123456?pwd=ZGJkdDk4dDlRREUgNjYyZWVudDZkdz09>

* * *

IVSC - European Business Valuation Magazine - Summer 2024

Nell'edizione dell'estate 2024 dell'*European Business Valuation Magazine*, si trovano pubblicati i seguenti paper:

— Patena and Kniest, “*Framework for Start-up Valuation*”: l’obiettivo del *paper* è quello di sviluppare un modello per valorizzare le aziende e le loro fasi iniziali di sviluppo. Vi sono indubbie incertezze in merito all’applicazione degli approcci standard alla valutazione, come il metodo reddituale, patrimoniale o basato sul mercato, in quanto ciascuno rivela la sua debolezza o i suoi limiti significativi di fronte alla sfida di valorizzare le start-up. Di conseguenza, molti metodi di valutazione producono numeri non realistici e di conseguenza una valutazione non affidabile. Il *framework* proposto evidenzia l’importanza delle seguenti componenti: fondamenti della valutazione DCF, apporti di capitale intellettuale, opzioni reali incorporate, struttura del capitale calibrato, analisi di sensibilità e di scenario, modello coerente con funzionalità finanziarie iterative.

— Sustek, *“The System Approach and Its Use in Asset Valuation”*: il *paper* tratta dell'applicazione di un approccio sistemico alla valutazione dei

diritti sulla proprietà immobilizzata. L'accento è posto su un approccio strutturato per la valutazione delle caratteristiche dei beni immobili da cui dipende il valore, nonché le caratteristiche essenziali dell'ambiente circostante che influiscono in modo significativo sull'utilità del proprietario e quindi sul valore dell'immobile. Lo scopo del contributo è quindi quello di mostrare le possibilità di utilizzo di teorie e approccio sistemico nella risoluzione dei problemi di valutazione in modo che i valutatori possano basare la loro valutazione su contesti chiari che contribuiscono alla qualità della valutazione e ne facilitano la corretta interpretazione dei risultati.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eacva.com/ebvm/>

* * *

IVSC Perspectives Paper: Making Intangibles More Tangible: Series of Lessons

IVSC annuncia la pubblicazione dell'ultimo lavoro che completa la serie di *paper* sugli intangibili. Questo articolo conclusivo sintetizza gli approfondimenti e i risultati dell'intera serie, offrendo una visione completa sulla valutazione dei beni immateriali, che sono diventati sempre più cruciali nell'economia globale di oggi. Dal lancio del primo documento nel settembre 2021, questa serie è stata determinante nell'affrontare la crescente importanza delle risorse immateriali, come il capitale umano, il valore del marchio, la tecnologia, i dati e le relazioni con i clienti. Questi *asset*, spesso sfuggenti nel reporting finanziario tradizionale, hanno un impatto significativo sulla creazione di valore, ma rimangono sottovalutati e malamente rappresentati nei bilanci aziendali. Il documento conclusivo rivisita i principali risultati su questi beni immateriali critici ed esplora le linee guida emergenti, in particolare nella valutazione delle attività legate ai clienti. Rappresenta inoltre una forte motivazione a favore di un regime di informativa rafforzato che rifletta meglio il valore reale delle attività immateriali nei rendiconti finanziari. Ciò è particolarmente opportuno in quanto gli *standard setter* di *reporting* finanziario globale riconsiderano il trattamento contabile delle attività immateriali, comprese quelle generate internamente. Il documento sostiene che un'informativa più granulare e trasparente aiuterà a colmare il divario tra i rendiconti finanziari e la reale realtà economica di questi asset, rendendoli più "tangibili" per tutte le parti interessate coinvolte nei processi di valutazione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/ivsc-perspectives-paper-making-intangibles-more-tangible-series-lessons/>

* * *

IVS open access dal 2025

IVSC annuncia che, da gennaio 2025, l'ultima edizione degli *International Valuation Standards* (IVS) sarà liberamente accessibile al pubblico in formato digitale tramite il sito web. Questo cambiamento, che rimuove il paywall esistente, coincide con la data di entrata in vigore della nuova edizione di IVS e rappresenta un passo importante nel supportare l'adozione e l'implementazione diffusa di questi standard nei mercati globali. La decisione di rendere gli IVS accessibili al pubblico riflette l'impegno dell'IVSC nel promuovere *standard* di valutazione coerenti e nel migliorarne l'implementazione a livello mondiale. Fornendo accesso gratuito agli *standard* più aggiornati, IVSC mira a renderne più semplice la consultazione e l'utilizzo per i professionisti della valutazione, le autorità di regolamentazione e le altre parti interessate ad impegnarsi e applicare questi standard nella loro professione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/us-to-become-freely-available-from-january-2025/>

* * *

IVSC Perspectives Paper: ESG & Real Asset Valuation

IVSC riprende e approfondisce il tema degli ESG e della valutazione dei beni materiali nell'ultimo *Perspectives Paper* "ESG e valutazione degli asset reali: affinare l'attenzione, non reinventare la ruota". Il *paper* esplora il significato in evoluzione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella valutazione degli *asset* tangibili. Questo documento risponde ai recenti cambiamenti apportati agli IVS, inclusa l'introduzione di un'appendice ESG nell'IVS 104, e riflette la crescente attenzione che le considerazioni ESG stanno ricevendo da parte dei partecipanti al mercato e delle autorità di regolamentazione. I temi principali analizzati nel documento sono i seguenti:

i) integrazione dei criteri ESG nella pratica di valutazione: il documento discute in che modo i criteri ESG possono influenzare la valutazione di un'ampia gamma di *asset* tangibili, tra cui immobili, infrastrutture e materie prime. Fornisce una guida pratica per identificare e misurare i fattori ESG rilevanti e il loro potenziale impatto sul valore degli *asset*;

ii) contesto normativo: con l'intensificazione della regolamentazione globale, come la tassonomia dell'UE e gli standard di rendicontazione della sostenibilità IFRS, il documento evidenzia la necessità che i valutatori riman-

gano informati sul contesto normativo e integrino queste considerazioni nelle loro analisi di valutazione;

iii) metodologie di valutazione: il documento affronta le preoccupazioni comuni sulle metodologie di valutazione esistenti e fornisce chiarezza su come gli approcci tradizionali, quali gli approcci di mercato, di reddito e di costo, possono essere adattati per incorporare efficacemente i fattori ESG;

iv) sfide e opportunità: riconoscendo le sfide affrontate dai valutatori nel quantificare gli impatti ESG, il documento suggerisce un approccio pragmatico, sfruttando gli standard esistenti e il giudizio professionale per orientarsi nel contesto ESG, tuttora caratterizzato da dinamismo e forte evoluzione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/esg-perspectives/>

* * *

La sfida della Banca Centrale Europea (BCE): l'importanza delle pratiche di valutazione in Europa

L'ultima newsletter di vigilanza della Banca Centrale Europea (BCE) ha lanciato una chiara sfida al settore del *real estate*: è necessario garantire che le valutazioni siano rigorose, trasparenti e allineate agli *standard* più elevati. Questo messaggio sottolinea l'importanza fondamentale del lavoro svolto da IVSC. Le ispezioni della Bce hanno evidenziato potenziali discrepanze tra le valutazioni degli asset immobiliari riportate da diverse banche dell'Eurozona e i parametri di riferimento stabiliti dagli *International Valuation Standards* (IVS). Questa evidenza serve a ricordare chiaramente che gli IVS, sebbene ampiamente riconosciuti come *best practice* a livello globale, non sono di per sé una panacea. Ovviamente questi standard non possono promuovere la fiducia o esercitare il loro pieno impatto nei sistemi economici se non vengono adottati su ampia scala a livello internazionale. Il loro potere di garantire la stabilità del mercato finanziario si realizza solo attraverso un'adozione coerente e diffusa e un'applicazione rigorosa in tutti i mercati, sostenuta da professionisti della valutazione ben qualificati. La rete di oltre 90 VPO, che comprende più di 200 membri all'interno dell'IVSC, svolge un ruolo fondamentale nel qualificare, monitorare e spesso regolamentare i professionisti della valutazione per garantire la competenza nel fornire valutazioni conformi all'IVS. È fondamentale che coloro che preparano, commissionano o fanno affidamento su valutazioni non solo richiedano un lavoro conforme agli IVS, ma assumano anche professionisti qualificati con le competenze necessarie per fornirli. Il settore immobiliare commerciale in Europa deve essere all'altezza della sfida lanciata dalla BCE, utilizzando gli *standard* più qualificati e collaborando con professionisti certificati, aumentando la credibilità e

l'affidabilità delle valutazioni e al contempo favorendo una maggiore fiducia e stabilità nel mercato.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/a-call-to-action-elevating-valuation-standards-in-commercial-real-estate/>

* * *

Collaborazione IVSC e Accademia: 19th EIASM Interdisciplinary Conference, Settembre 2024

L'European Institute for Advanced Studies in Management (EIASM) ha recentemente tenuto la sua 19a conferenza interdisciplinare sul tema *"Intangibili, sostenibilità e creazione di valore"* dal 19 al 20 settembre 2024 presso l'Université Grenoble Alpes. L'evento si è concluso con una sessione plenaria sul tema *"Sviluppare standard di sostenibilità verificabili per la creazione di valore: verso la connettività e l'integrazione"*. Nicolas Konialidis, Direttore Asia e Direttore Tecnico del *Business Valuation Board* dell'IVSC, è stato invitato a partecipare al panel. Ha condiviso approfondimenti insieme a Patrick de Cambourg (EFRAG SRB), Eelco van der Enden (ex CEO della Global Reporting Initiative), Alexandre Rambaud (CERCES), Dr. Mario Abela (GRI) e Laura Girella (IFRS Foundation). La sessione, moderata da Shruti Kashyap, ha esplorato le sfide nello sviluppo degli *standard* e il modo in cui la ricerca può supportare tale processo. Il coinvolgimento di IVSC riflette il suo impegno costante nella collaborazione con il mondo accademico per creare *standard* che affrontino la sostenibilità e le risorse immateriali, promuovendo la trasparenza e la creazione di valore nell'economia globale.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <http://www.ivsc.org>

* * *

ASA Survey

L'*American Society of Appraisers* (ASA), membro dell'*IVSC Valuation Professional Organization*, ha condotto un breve sondaggio per raccogliere informazioni sulla conoscenza degli standard di valutazione internazionali, nonché sulle preferenze in materia di istruzione e credenziali all'interno della comunità globale di valutazione. Tutti i membri dell'IVSC sono stati incoraggiati a contribuire a questa importante iniziativa al fine di fornire preziose informazioni sullo stato attuale della professione di valutatore in diverse regioni. ASA è un'organizzazione internazionale, multidisciplinare e senza scopo di lucro di periti professionisti, che rappresenta varie specialità nel-

l'ambito della professione valutativa. La loro missione è promuovere la fiducia del pubblico garantendo i più alti livelli di standard etici e professionali nell'ambito della professione di valutazione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <http://www.ivsc.org>

* * *

IVSC Annual Report 2023-2024

L'IVSC ha pubblicato la sua relazione annuale per il periodo da aprile 2023 a marzo 2024, evidenziando un ampio programma di attività in tutti i suoi comitati. Questo rapporto descrive nel dettaglio le iniziative dell'IVSC, dagli aggiornamenti agli *International Valuation Standards* (IVS) e le pubblicazioni sulla leadership di pensiero fino agli sforzi di sensibilizzazione e alle collaborazioni globali. I principali risultati includono la pubblicazione degli IVS aggiornati, in vigore da gennaio 2025, che introduce nuovi capitoli e linee guida ESG che sono state oggetto di revisione per supportare le esigenze del mercato in evoluzione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <http://www.ivsc.org>

* * *

IVS - Aggiornamento sulla valutazione prudenziale degli immobili in Europa e nel Regno Unito

In prossimità della scadenza del 1° gennaio 2025 per l'implementazione degli standard "*Property Value*" ai sensi del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR) dell'UE, il Tangible Assets Board dell'IVSC ha rilasciato una dichiarazione per informare le parti interessate sui requisiti in evoluzione. Questo regolamento specifica che le valutazioni immobiliari per i prestiti garantiti devono aderire a principi di valutazione conservativi, con particolare attenzione alla trasparenza e alla sostenibilità. La dichiarazione, che fornisce informazioni essenziali su questi sviluppi, è disponibile sul sito web dell'IVSC. Inoltre, nel Regno Unito, la *Prudential Regulatory Authority* (PRA) ha rilasciato una seconda dichiarazione politica quasi definitiva per gli standard Basilea 3.1, con una data di implementazione fissata per il 1° gennaio 2026. L'aggiornamento della politica della PRA include una notevole indennità per modelli di valutazione automatizzati (AVM) con metodi statistici robusti, consentendo maggiore flessibilità rispetto alla proposta precedente che imponeva valutazioni fisiche da parte di ispettori qualificati. I valutatori dovrebbero essere consapevoli di queste divergenze normative e dell'assenza

di un'unica interpretazione del "valore prudenziale". Considerati i diversi requisiti nelle varie giurisdizioni, i professionisti coinvolti in tali valutazioni sono incoraggiati a cercare indicazioni normative. L'IVSC continua a impegnarsi a fornire aggiornamenti man mano che questi standard continuano a svilupparsi.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/prudential-valuation-for-real-estate/>

* * *

IVSC Academic Forum

L'IVSC ha lanciato un forum accademico per riunire accademici specializzati in valutazioni e campi correlati, come contabilità, finanza, scienze attuariali ed economia. Presieduto da Mauro Bini dell'Università Bocconi e Frank Harrington della Technological University Dublin, il forum fornisce agli accademici una piattaforma unica per influenzare l'evoluzione degli *International Valuation Standards* (IVS). Attraverso incontri virtuali trimestrali, i membri del forum possono contribuire con approfondimenti sugli *standard* di valutazione, impegnarsi in un dialogo globale e promuovere la leadership di pensiero nella professione della valutazione. Gli obiettivi chiave del *forum* sono elencati di seguito: amplificare la voce accademica nell'evoluzione degli IVS: il forum garantirà che le competenze della comunità accademica siano integrate nella consultazione e nello sviluppo degli IVS. Offrendo agli accademici una piattaforma per fornire approfondimenti e prospettive, il *forum* contribuirà all'evoluzione degli standard che riflettono sia la pratica professionale che la ricerca accademica. Attraverso incontri virtuali trimestrali, accademici di tutto il mondo si impegneranno in discussioni aperte su questioni emergenti, tendenze e sfide nella professione della valutazione globale. Questi scambi regolari offriranno ai membri l'opportunità di condividere conoscenze, sollevare argomenti rilevanti e rimanere informati sulle imminenti modifiche all'IVS. Rafforzare la leadership di pensiero e la condivisione delle conoscenze: il forum offrirà accesso alle riflessioni e alle ricerche più recenti nel campo della valutazione, supportato dallo staff, dai comitati e dai membri del consiglio dell'IVSC. Gli accademici avranno l'opportunità di interagire con le principali parti interessate, inclusi leader aziendali, investitori e regolatori, che svolgono un ruolo fondamentale nel plasmare il panorama della valutazione. Creazione di collegamenti professionali ed educativi: facilitando collegamenti più forti tra università e organizzazioni professionali di valutazione (VPO), il forum aiuterà a collegare le competenze accademiche con la pratica professionale. Questa collaborazione potrebbe portare allo sviluppo di *framework* formativi rilevanti a livello internazionale, potenzialmente supportando l'accreditamento da parte dei VPO. I membri del forum

avranno anche la possibilità di condividere esempi di come i sistemi IVS possano essere facilmente integrati nell'insegnamento, contribuendo a migliorare le competenze e l'occupabilità degli studenti. Avanzamento della ricerca nelle aree emergenti: il forum promuoverà attivamente la ricerca che può portare a progressi significativi nella professione della valutazione. Identificando temi chiave di ricerca, in particolare in ambiti quali i temi ambientali, sociali e di *governance* (ESG) e il ruolo dell'intelligenza artificiale, il forum contribuirà al miglioramento continuo degli *standard* e delle pratiche di valutazione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/ivsc-academic-forum/>

* * *

AGM Hong Kong 2024

L'Assemblea generale annuale 2024 dell'IVSC, tenutasi a Hong Kong dal 20 al 22 novembre, ha riunito oltre 200 delegati provenienti da più di 30 paesi, inclusi membri, sponsor, Consigli di amministrazione e partner dell'IVSC. L'evento di quest'anno è stato ospitato dall'Hong Kong Institute of Surveyors (HKIS) per celebrare il suo 40° anniversario, con il supporto aggiuntivo degli sponsor China Appraisal Society (CAS) e HypZert. L'Assemblea generale è stata caratterizzata da un programma completo di tre giorni, durante il quale tutti i comitati di standardizzazione dell'IVSC si sono riuniti per portare avanti i propri programmi di lavoro e prendere in considerazione preziosi feedback dalla recente consultazione sull'ordine del giorno. Oltre ai comitati per gli standard, il Consiglio di amministrazione, il Comitato per il riconoscimento dei membri e degli *standard* dell'IVSC e il Gruppo di lavoro del *forum* consultivo si sono incontrati di persona per discutere gli aggiornamenti agli IVS, la sua crescente adozione a livello mondiale e gli sforzi per migliorare la professionalità della valutazione a livello globale.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <http://www.ivsc.org>

* * *

Approfondimento professionale: Navigating Blockchain and Digital Assets with Haydn Jones

Nell'ultimo articolo Professional Insights, Haydn Jones, amministratore delegato di CrossChain FZE e Senior Advisor di Kroll, condivide la sua esperienza sul ruolo trasformativo della blockchain e delle risorse digitali

nell'evoluzione dei sistemi finanziari globali. Con una vasta esperienza in *asset* digitali, banche centrali e regolamentazione, Haydn esplora concetti chiave come la scarsità di Bitcoin, i suoi parallelismi con l'oro e le implicazioni più ampie delle tecnologie crittografiche sull'emissione di titoli e sui quadri di valutazione. In una discussione coinvolgente con l'IVSC, Haydn esamina come le risorse digitali si intersecano con la finanza tradizionale, le opportunità che presentano e le sfide legate alla regolamentazione e all'adozione. Dalle metodologie di valutazione alle preoccupazioni normative, le sue intuizioni forniscono una prospettiva ricca di sfumature sul panorama finanziario in rapida evoluzione.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.ivsc.org/professional-insights-from-bitcoin-to-blockchain-navigating-the-evolution-of-financial-systems/>

* * *

Survey IVSC e Asian Development Bank

L'IVSC, in collaborazione con la Banca asiatica di sviluppo (ADB), sta conducendo un'indagine globale per esplorare sistemi e pratiche di valutazione in tutto il mondo. Questa iniziativa mira a migliorare la comprensione dei contesti normativi, delle metodologie e delle sfide associate alla valutazione, in particolare nel contesto dei progetti di investimento delle banche di sviluppo. L'indagine si concentra su aree critiche come i quadri normativi, le metodologie di valutazione e le sfide uniche affrontate nelle economie in via di sviluppo. Raccogliendo approfondimenti da professionisti della valutazione e organismi professionali a livello globale, l'indagine mira a informare le strategie che rafforzano i sistemi di valutazione e supportano il processo decisionale per progetti che guidano la crescita sostenibile. Bruce K. Dunn, Direttore delle politiche, Ufficio di salvaguardia, presso ADB, ha dichiarato: *“Questa indagine sulle risorse di valutazione è il primo passo per creare un database paese per paese che intende migliorare la nostra comprensione dei contesti locali, identificare le esigenze specifiche del paese, valutare i rischi di valutazione e sviluppare programmi di supporto. Apprezziamo molto la partecipazione a questo sondaggio. Il feedback è essenziale per migliorare le pratiche di valutazione e supportare efficacemente le iniziative di sviluppo”*. Le organizzazioni professionali di valutazione, le autorità di regolamentazione, i professionisti e le altre parti interessate sono incoraggiate a partecipare a questo importante sforzo. Il loro contributo è fondamentale per plasmare il futuro degli *standard* e delle pratiche di valutazione a sostegno dei progetti delle banche di sviluppo.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://us15.list-manage.com/survey?u=fda878fa89eef14fe157feb91&id=aa047be4ec&attribution=false&e=496a5eb3e1>

* * *

*OIV - La valutazione delle aziende in crisi - Discussion paper n. 1/2024
Exposure Draft*

L'OIV sottolinea che il documento non rappresenta un principio valutativo ma “una Guida di orientamento all’Esperto così come l’American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), organismo rappresentativo della professione contabile statunitense, aveva pubblicato già nel 2002 il *Consulting services practice aid 02-1 Business valuation in bankruptcy: a non authoritative guide*”. Il documento mette in risalto la complessità di una attività di valutazione di un contesto aziendale caratterizzato da una situazione di indebitamento e da flussi finanziari che provengono da un piano industriale complesso. Il documento fornisce quindi utili raccomandazioni all’Esperto affinché possa tenere conto di differenti dimensioni legate alla problematica della azienda in crisi. *In primis* è necessario acquisire la dovuta consapevolezza del contesto economico e normativo in cui opera l’azienda in crisi. Successivamente diventa importante valutare la consistenza del piano industriale di fronte ad eventuali sfide da fronteggiare. Importante procedere con una analisi accurata del piano industriale al fine di considerare le premesse che ne hanno consentito la definizione oltre che le risorse necessarie per la sua realizzazione. Infine, è necessario procedere ad analizzare il piano finanziario che dovrà essere coerente e allineato al progetto industriale e servirà inoltre a valutare la consistenza e la dinamica dell’indebitamento. Si specifica infine che tale linea guida non è applicabile agli intermediari bancari e finanziari che sono già oggetto di un framework realizzato *ad hoc*.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.fondazioneoiv.it/wp-content/uploads/2024/10/Exposure-Draft_Discussion-Paper-OIV_-La-valutazione-delle-aziende-in-crisi.pdf

CORPORATE GOVERNANCE

CORRELAZIONI FRA GLI ADEGUATI ASSETTI E LE COMPONENTI DEL CoSO REPORT

di ROBERTA PROVASI e CHIARA GUIZZETTI

1. Introduzione.

Il Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza (CCII), introdotto con Decreto Legislativo n. 14 del 12 gennaio 2019 pubblicato sul Supplemento ordinario n. 6 della Gazzetta Ufficiale n. 38 del 14 febbraio 2019, costituisce il nuovo *corpus* normativo a supporto dell'imprenditore che si trova in situazione di crisi o Insolvenza. Il nuovo Codice ha cambiato impostazione in modo radicale (D'Attorre G., 2022), disciplinando in modo autonomo due distinte fattispecie, crisi e insolvenza, previste dall'art. 2:

1) alla lettera a) viene definito il concetto di crisi come: *“lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi”*. In questa prospettiva la crisi è vista come l'incapacità corrente dell'azienda di generare flussi di cassa, presenti e prospettici, sufficienti a garantire l'adempimento delle obbligazioni già assunte e di quelle pianificate. Sul piano economico e finanziario lo stato di crisi d'impresa può quindi definirsi come la situazione d'incapacità, tendenziale e temporanea dell'impresa, misurabile *ex ante* in termini di probabilità, di generare in via continuativa e non episodica, un adeguato flusso di cassa operativo.

2) Nello stesso articolo, alla lettera b), viene presentato il concetto di insolvenza, ossia *“lo stato del debitore che si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni”*. La nozione di insolvenza è principalmente di tipo finanziario, essendo basata su un accertamento delle condizioni di liquidità e della conseguente capacità del debitore di adempiere in modo regolare alle proprie obbligazioni.

Dall'analisi di questi concetti si evince chiaramente il nuovo spirito con cui il Legislatore vuole affrontare l'insolvenza e la crisi. Il principio di espellere la società malata dal tessuto produttivo e commerciale per evitare che infetti altri operatori economici ha lasciato spazio ad un approccio volto a preservare le conoscenze, le capacità imprenditoriali e i valori occupazionali. La prevenzione, quale strumento essenziale per intervenire in tempo utile alla ristrutturazione al fine di risanare l'impresa in difficoltà e scongiurarne la sua estromissione dal mercato tramite liquidazione, diventa elemento fondamentale del disegno normativo; all'imprenditore viene offerta l'opportunità di apprendere dagli eventuali errori commessi.

Coerentemente con la moderna visione, il Codice introduce sistemi idonei a segnalare tempestivamente la crisi d'impresa e precisamente:

1) *Adeguatezza degli assetti*. L'articolo 375 del nuovo Testo integra l'articolo 2086 del Codice civile con un secondo comma che dispone l'obbligo per l'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva *“di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale”*. Affinché la predisposizione e il controllo di tali assetti siano efficaci, è necessario suddividere e assegnare, in modo preciso, i compiti e le attività all'interno dell'impresa. Gli organi delegati ricoprono un ruolo fondamentale: la valutazione dell'idoneità di tali assetti deve essere svolta dal Consiglio di Amministrazione, mentre è in capo al Collegio Sindacale (se nominato), ma più in particolare al revisore, l'azione di controllo. Né all'interno del CCII né nel Codice civile è specificato quale possano essere gli assetti adeguati poiché variano al variare della natura, delle dimensioni dell'impresa e del contesto in cui opera. Si garantisce, dunque, la massima adattabilità e si consente ad ogni impresa di modellare gli assetti a seconda delle proprie specificità e caratteristiche.

2) *Gli indicatori della crisi di impresa*. Sulla scia delle normative in materia di crisi d'impresa di alcuni paesi comunitari, *in primis* la Francia, il CCII predispone l'introduzione degli indicatori della crisi. L'art. 13 del Codice fornisce infatti le linee guida per la definizione degli indicatori e sottolinea quanto segue:

— devono essere in grado di captare *“gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale o finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore, tenuto conto della data di costituzione e di inizio dell'attività”*;

— devono essere in grado di dare *“evidenza della sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi e delle prospettive di continuità aziendale per l'esercizio in corso o, quando la durata residua dell'esercizio al momento della valutazione è inferiore a sei mesi, per i sei mesi successivi”*.

Nel prosieguo del c.1 del medesimo articolo si ipotizza una prima conformazione degli indici che potrebbero essere adeguati allo scopo e si individua come significativi “quelli che misurano la sostenibilità degli oneri dell’indebitamento con i flussi di cassa che l’impresa è in grado di generare e l’adeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi” e si riporta inoltre che anche “ritardi nei pagamenti reiterati e significativi” fungono da indicatori della potenziale crisi d’impresa.

In tali rinnovati contesti, il Sistema di Controllo Interno, quale parte integrante e fondamentale degli adeguati assetti, nonché il di cui processo di gestione dei rischi, possono rappresentare elementi indispensabili per recepire con successo le disposizioni statuite dal Codice stesso.

Tale contributo è di fatti finalizzato, *in primis*, ad indagare i contenuti del CCII con quanto statuito dai framework internazionali (CoSO Internal Control - Integrated Framework del 1992 ed il CoSO Report: Enterprise Risk Management (ERM)-Integrated Framework del 2004 e suo ultimo aggiornamento del 2017, CoSO ERM-Integrating with Strategy and Performance) per evidenziare le similitudini dal punto di vista sia teorico che applicativo. In particolare, il focus di indagine è rappresentato dal Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi, declinato secondo il nuovo diritto della crisi d’impresa, per dimostrare il ruolo che riveste quale “early warning system” (Erkki K. Laitenen and H. GinChong, 1999), in logica preventiva e non reattiva ⁽¹⁾.

2. L’evoluzione delle attività di controllo.

Tra la fine del XIX e l’inizio del XX secolo la spinta dettata dall’industrializzazione, la crescita dimensionale delle imprese e la necessità di acquisire nuove fonti di finanziamento sono i fattori economici che hanno determinato l’evoluzione delle attività di controllo. Il passaggio da una modalità di raccolta del capitale a titolo di prestito, principalmente attraverso strumenti di debito, inizia a lasciare spazio alla raccolta di capitali a titolo di rischio, permettendo così l’affermazione di un modello di società ad azionariato diffuso, la public company. La caratteristica principale di questo modello di impresa è la separazione tra chi detiene la proprietà della società (e che si assume il rischio) e chi detiene il controllo della gestione aziendale.

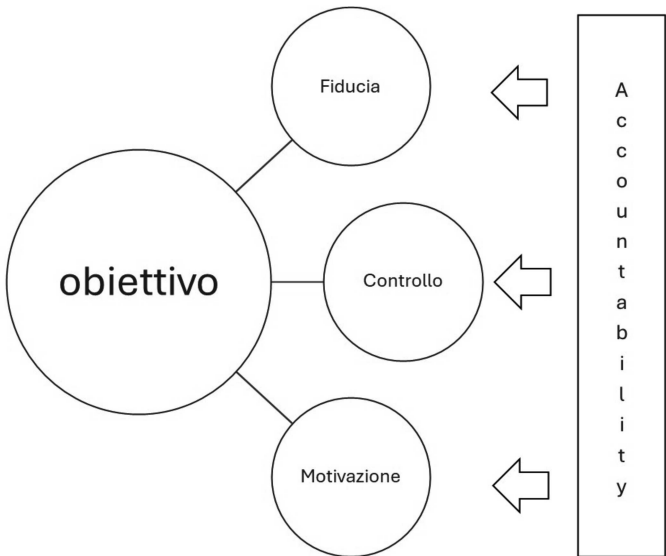
La diffusione di questo modello manageriale ha permesso lo sviluppo della teoria contrattualistica (Jensen M., 1983). In questa visione l’impresa è lo strumento che permette, attraverso le relazioni contrattuali, a diversi

⁽¹⁾ In letteratura esistono molte definizioni di “Early Warning System”, questa ricerca si allinea agli approcci sviluppati dalla scuola inglese per cui l’esistenza di un efficace Sistema di Controllo Interno riveste un ruolo rilevante.

soggetti di associarsi tra di loro al fine di perseguire le finalità individuate nell'obiettivo di impresa. Il rapporto tra la proprietà e la gestione viene regolato in base a un accordo di tipo contrattuale grazie al meccanismo della delega: gli azionisti, in qualità di proprietari della corporation, affidano il compito di gestirla al management tramite un'investitura formale; in cambio, i risultati ottenuti dalla gestione aziendale garantiscono la remunerazione di coloro che hanno investito i capitali a titolo di rischio.

A questo punto si pone un importante dilemma: come ci si assicura che il management, nello svolgimento dei compiti affidati, non attui comportamenti che non sono in linea con l'interesse aziendale e coerenti con gli obiettivi d'impresa? Viene esplicitato così il problema del *moral hazard*, ossia di una forma di opportunismo legata alla possibilità di sfruttare le asimmetrie di potere tra azionisti e management; utilizzando queste asimmetrie a proprio vantaggio, il management può aumentare la propria utilità o quella di una specifica categoria di stakeholder (Power M, 1997), a discapito degli interessi dei proprietari. Diventa necessario attivare meccanismi di verifica, di supervisione e di monitoraggio che possano ridurre gli effetti di questi squilibri, favorire il raggiungimento degli obiettivi e ricomporre gli interessi molteplici di shareholder e stakeholder: viene introdotto il concetto di controllo interno. La capacità, l'ampiezza e la profondità del controllo esercitato all'interno del contesto di impresa è influenzato dal grado di fiducia che gli stakeholder accordano a chi esercita la leadership e gestisce le risorse aziendali. Nel rapporto tra il controllo e la fiducia si inserisce un altro elemento, l'*accountability*, intesa come l'attitudine degli organi di governo aziendale a rendere conto delle proprie azioni e dei propri comportamenti. Il principio di *accountability* poggia sul presupposto che qualsiasi compito deve essere assegnato ad una persona che ne detiene le responsabilità finali, ovvero quella relativa al risultato generato dall'esecuzione del compito stesso. In questa accezione, l'*accountability* diventa un elemento di motivazione all'interno dell'organizzazione: il personale investito di questa responsabilità farà in modo che i risultati effettivamente conseguiti siano in linea, o si discostino di poco, da quelli attesi; in caso di discrepanze, sarà attivato un processo di analisi volto a individuare le cause dello scostamento e le azioni che possano favorire un riallineamento tra ciò che è atteso e ciò che è stato effettivamente conseguito. Questa filosofia di responsabilizzazione — e di motivazione — coinvolge la struttura organizzativa, dal vertice aziendale al management di linea fino ai collaboratori, e agevola l'impresa nel raggiungimento degli obiettivi prefissati. La necessità di trovare un equilibrio tra fiducia, controllo e motivazione nel raggiungimento degli obiettivi ha facilitato l'evoluzione dei controlli aziendali (Porter M., 1997).

FIGURA 1 - Elementi costituenti il principio dell'*accountability*



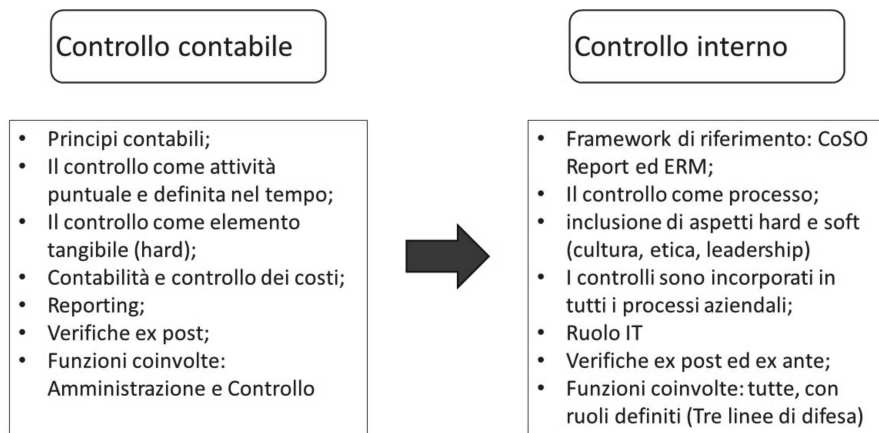
Fonte: propria

Questa visione permette un'ulteriore evoluzione del concetto di controllo, da strumento meramente tangibile e di natura prevalentemente contabile a fattore differenziante, in grado di inglobare la dimensione amministrativo-contabile, quella organizzativa e la cultura di impresa per supportare il raggiungimento degli obiettivi di breve, medio e lungo periodo (Provati, R., Guizzetti, C., 2019). Il controllo interno, dunque, risulta più ampio rispetto al controllo contabile dal momento che include gli aspetti soft legati alla leadership, alla dimensione etica, alla cultura aziendale; questi elementi influiscono sul modello di impresa, sulle modalità con cui si definiscono gli obiettivi e si prendono le decisioni, sulle regole di condotta e i codici di comportamento, sulla valorizzazione del capitale umano. Il controllo non è più un'attività di supervisione e di verifica della correttezza dell'operato altrui; esso diventa qualcosa di complesso e di articolato, in grado di indirizzare la gestione operativa verso il raggiungimento degli obiettivi prefissati. In questa accezione, supera il limite della verifica *ex post*, tipico del controllo contabile, per includere aspetti di previsione e di direzione.

Nella logica evolutiva del concetto di controllo sarà compito del CoSO Report, presentato con maggiore dettaglio nel paragrafo successivo, fornire una definizione di controllo interno e delineare la metodologia per costruire un sistema efficace, ritagliato sulle esigenze e gli obiettivi dell'organizzazione a cui si applica, in grado di indirizzare i rischi di impresa; con l'avvento del CoSO Report il controllo interno assume una dimensione di sistema. Il passaggio

all'Enterprise Risk Management (AIIA e Price Waterhouse Coopers, 2006), decreterà la centralità del rischio e renderà maggiormente esplicito il legame tra gli obiettivi aziendali, i rischi e le attività di controllo.

FIGURA 2 - Dal controllo contabile al controllo interno



Fonte: propria

La dimensione di sistema permette di osservare l'organizzazione aziendale dal punto di vista delle responsabilità rispetto agli obiettivi assegnati, alla protezione nei confronti dei rischi potenziali e all'esecuzione del controllo in una logica di coordinamento, di scambio informativo e di apprendimento reciproco. È quindi possibile definire tre livelli differenti (IIA, 2020) di controllo all'interno delle organizzazioni:

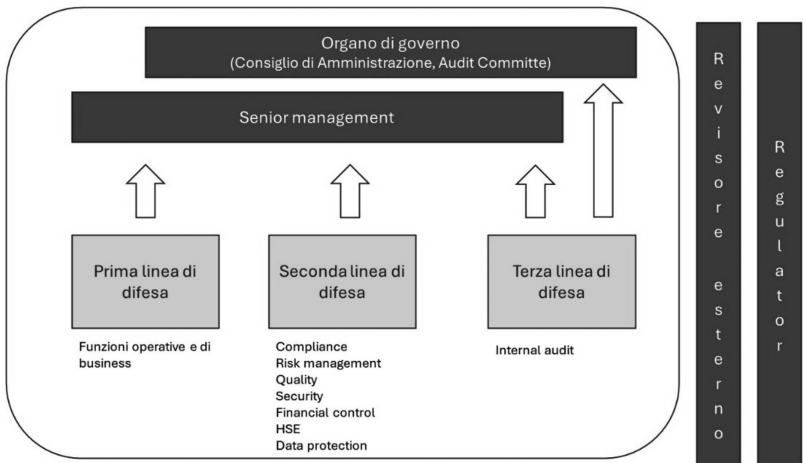
— Primo livello: in questo caso, la gestione operativa del business, inclusi i rischi, e l'implementazione dei controlli fanno parte di questo livello; le attività sono svolte con un approccio quotidiano per garantire efficacia ed efficienza, inoltre sono coerenti con gli obiettivi aziendali. L'expertise richiesta è di tipo tecnico-verticale, di settore (es. vendite, acquisti, produzione, logistica, etc); il personale agisce nel rispetto di procedure e istruzioni e può rilevare l'insorgenza di criticità e malfunzionamento dei controlli in maniera tempestiva.

— Secondo livello: offre supporto e assistenza al business nella costruzione e nella gestione dei processi di risk management e assicura la compliance nei confronti dei framework normativi, interni ed esterni, rilevanti per l'organizzazione. La conoscenza dei modelli di risk management in una prospettiva aziendale rappresenta una competenza fondamentale. Fanno parte di questo livello di controllo la compliance, il risk management, la sicurezza, la qualità, etc; il loro compito è indirizzare le funzioni che hanno in carico i controlli di primo livello assicurando coerenza e diffondendo la cultura del rischio. In alcuni casi, il primo e il secondo livello possono coesistere in assenza di una separazione netta tra le due tipologie di ruolo.

— Terzo livello: relativo ad attività di valutazione indipendente e obiettiva riguardante il corretto funzionamento, l'adeguatezza e la funzionalità dei controlli di primo e secondo livello. La conoscenza delle logiche di costruzione e di funzionamento del sistema di controllo interno e della gestione dei rischi sono le competenze fondamentali attribuite a questo livello. Questo livello è rappresentato dall'internal audit.

Il modello proposto da The Institute of Internal Auditors si completa con un altro livello, esterno all'organizzazione, rappresentato da soggetti che interagiscono con la struttura restandone indipendente; fanno parte di questa categoria il revisore esterno, il *Regulator* e altri soggetti preposti al controllo come l'Organismo di Vigilanza per le società dotate di Modello Organizzativo.

FIGURA 3 - Il modello delle Tre Linee di Difesa



Fonte: The Institute of Internal Auditing, *The IIA's three lines model-un update of the Three Lines of Defence* (2020)

3. Il CoSO Report a supporto della corretta implementazione degli adeguati assetti aziendali.

Il concetto di controllo interno si è sviluppato negli Stati Uniti alla fine del secolo scorso grazie alla pubblicazione, da parte della Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (di cui l'acronimo CoSO), del documento intitolato CoSO Internal Control - Integrated Framework, nel 1992. Il primo contributo del nuovo Report ha riguardato l'introduzione di una definizione di controllo interno ⁽²⁾ univoca e condivisa, in grado di evidenziare e di sintetizzare i diversi contributi già espressi sul tema.

⁽²⁾ Nella definizione proposta dal CoSO "il controllo interno è un processo, svolto dal Consiglio di Amministrazione, dai dirigenti e da altri operatori della struttura aziendale, che si prefigge di fornire una ragionevole sicurezza sulla realizzazione degli obiettivi rientranti

La definizione favorisce lo sviluppo di alcune considerazioni (Provasi R., 2020). In primo luogo, il Sistema di Controllo Interno non è un evento occasionale ma un processo, eseguito con continuità, al pari delle altre attività aziendali. Pertanto, è necessario progettarlo e realizzarlo in modo da facilitarne l'integrazione con tutti gli altri processi, di business e di supporto, evitando sovrapposizioni e duplicazioni.

In secondo luogo, il Sistema di Controllo Interno è costituito non solo da direttive, procedure e da automatismi incorporati negli applicativi informatici (i cosiddetti *application control*) ma, soprattutto, da persone: i membri del Consiglio di Amministrazione, il management, i dipendenti e i collaboratori contribuiscono, a vario titolo, alla definizione degli obiettivi aziendali e alla verifica del raggiungimento degli stessi tramite, appunto, i meccanismi di controllo. In questa prospettiva, il Sistema di Controllo Interno deve essere realizzato tenendo in considerazione le esigenze dei diversi portatori di interessi. Infine, per quanto riguarda gli obiettivi, il Sistema di Controllo Interno deve valorizzare il legame con la strategia aziendale; gli obiettivi definiti dal CoSO Report si declinano in obiettivi operativi, legati all'utilizzo efficace ed efficiente delle risorse aziendali, di reporting, relativi all'attendibilità dell'informativa finanziaria, e obiettivi di conformità nei confronti di leggi e regolamenti. Nel modello proposto, per garantire il raggiungimento degli obiettivi è necessario definire le cinque componenti che identificano la struttura del controllo interno, e precisamente:

Control Environment (Ambiente di Controllo) : definisce il tono dell'organizzazione e l'attitudine nei confronti del sistema di controllo; esso include i principi etici e la filosofia aziendale, il sistema delle deleghe e dei poteri, l'assegnazione di ruoli e responsabilità, con particolare attenzione alla separazione dei compiti, le politiche di gestione delle risorse umane, la valorizzazione delle competenze del personale e il sistema di valutazione della performance;
Risk Assessment (Valutazione del Rischio) , finalizzato alla costruzione di un processo di identificazione, valutazione e gestione dei rischi aziendali, intesi come gli eventi incerti il cui accadimento può influire sulla capacità dell'organizzazione di conseguire gli obiettivi prefissati. La capacità di intercettare cambiamenti nel contesto esterno (cambiamenti politici, di mercato, di preferenze del consumatore, di tecnologia, etc) e interno che possano influire sul raggiungimento degli obiettivi è un elemento fondamentale del <i>risk management</i> ;
Control Activities (Attività di Controllo) , ovvero l'insieme dei controlli preventivi (direttive, procedure, autorizzazioni) e detective (analisi di scostamento del tipo <i>budget-actual</i> , analisi svolte dall'alta direzione, <i>exception report</i> , ispezioni e conte fisiche, indicatori di performance), sia manuali che eseguiti, in modo automatico, dai sistemi gestionali;
Information & Communication (Informazione e Comunicazione) , ovvero le modalità con cui le informazioni sono distribuite all'interno dell'organizzazione e verso gli stakeholder; i flussi informativi così concepiti favoriscono l'efficacia, l'efficienza e la tempestività dei processi decisionali e contribuiscono alla diffusione di una cultura etica e della trasparenza;
Monitoring Activities (Monitoraggio) , per valutare, nel tempo, l'efficacia e l'adeguatezza del sistema di controllo interno nel suo complesso.

nelle seguenti categorie: 1) Efficacia ed efficienza delle attività operative; 2) Attendibilità delle informazioni finanziarie; 3) Conformità alle leggi e ai regolamenti in vigore”.

Accanto agli obiettivi e alle componenti il modello proposto include una terza dimensione, quella organizzativa: il controllo interno si applica all'azienda nel suo complesso, ma anche alle divisioni, alle *business unit* e alle singole funzioni (Coso, 1992).

Le tre dimensioni definiscono così il sistema di controllo interno, come nella figura sotto riportata.

FIGURA 4 - Il CoSO Report 1992: *Internal Control - Integrated Framework*



Fonte: CoSo Report 1992

Negli anni successivi alla prima pubblicazione la Treadway Commission ha più volte aggiornato il CoSo Framework; l'ultimo aggiornamento del modello nel suo complesso, nel 2013, ha visto l'introduzione di 17 principi per poter definire al meglio le componenti del modello, supportando così il management nella comprensione del controllo interno e delle sue determinanti (Lord S., 2013); nel 2023, invece, la Treadway Commissions ha pubblicato una guida pensata per la redazione del report di Sostenibilità. Il modello proposto dal CoSO è divenuto, negli anni, il punto di riferimento per la realizzazione dei *compliance program*: a partire dalla Sarbanes Oxley per arrivare al nostrano D.Lgs 231/01, il percorso logico che vede l'identificazione degli obiettivi rilevanti (di compliance, di reporting, operativi) e dei rischi sottesi per arrivare alla declinazione di controlli, procedure, e protocolli, alla definizione di piani di formazione per il personale e i collaboratori e all'implementazione di canali di segnalazione è diventato la best practice adottata dalle organizzazioni che vogliono fare, del sistema di controllo interno, elemento di cultura aziendale. Lo stesso Legislatore mette ormai al centro dell'impianto normativo il concetto di rischio — pensiamo al “rischio reato” del D.Lgs 231/01 nel lontano 2001 per arrivare ai criteri di valutazione del rischio espressi all'interno del nuovo Regolamento Europeo sull'Intelligenza Artificiale, di recente pubblicazione — con una visione che premia l'innovazione e lo sviluppo del tessuto economico e sociale sottolineando al tempo stesso la necessità di definire misure di tutela nei confronti di diritti fondamentali.

Come illustrato nel paragrafo 1, anche per quanto riguarda il Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza il Legislatore ha cambiato la prospettiva

dando spazio ad un approccio di tipo preventivo e non punitivo; già a partire dalla scelta del nome — crisi anziché fallimento — privilegia una visione più ampia, in grado di considerare aspetti economici, finanziari e sociali, e identifica negli squilibri tra flussi di cassa un segnale oggettivo da indagare in modo più approfondito per comprenderne l'origine e, di conseguenza, per identificare le soluzioni più idonee.

I flussi di cassa non sono l'unico strumento di prevenzione della crisi di impresa identificato dal Legislatore. Il secondo comma dell'art. 2086 c.c. richiede espressamente all'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, di definire "un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa", in modo da rilevare, in maniera tempestiva, i segnali di crisi e di perdita di continuità aziendale (obiettivi di conformità nei confronti della normativa e di allocazione efficace ed efficiente delle risorse). Il concetto di assetto non rappresenta una novità; basti pensare alla compliance nei confronti delle normative già citate in precedenza; il passo in più è qui rappresentato dalla combinazione delle diverse viste in un sistema gestionale unico e integrato fin dal principio. L'applicazione corretta del criterio di adeguatezza richiede, da una parte, la comprensione delle caratteristiche e delle peculiarità dell'organizzazione per disegnare assetti idonei; dall'altra, l'implementazione degli assetti deve essere effettiva, efficace e continuativa.

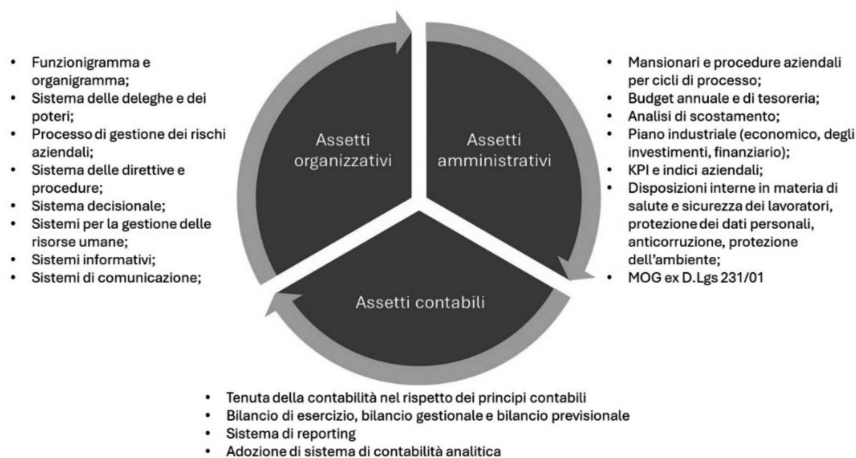
L'accezione data al concetto di assetto viene dunque declinata in questo modo:

— Assetti organizzativi: la categoria che ricade all'interno di questa etichetta è ampia dal momento che considera la struttura organizzativa, la cui evidenza principale è rappresentata dall'organigramma e dal funzionigramma, lo stile di leadership e i sistemi operativi (di pianificazione e di controllo, decisionali, informativi e di comunicazione, di gestione del rischio, di gestione delle risorse umane) (CNDCEC, 2023);

— Assetti amministrativi: essi devono garantire un processo decisionale di breve, medio e lungo periodo e modalità di esecuzione e di gestione delle attività operative e di supporto in linea con i criteri e le prassi di corretta pianificazione, programmazione e di controllo. Il piano industriale, il budget e il reporting rappresentano gli elementi fondamentali di una corretta gestione amministrativa;

— Assetti contabili: il sistema di rilevazione dei fatti aziendali finalizzato alla rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale economica e finanziaria aziendale in coerenza con il framework normativo (fra cui i principi contabili).

FIGURA 5 - Assetti organizzativi, amministrativi e contabili



Fonte propria, elaborata da «Assetti organizzativi, amministrativi, contabili: profili civilistici e aziendalistici», documento di ricerca del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili

Fonte: propria

È evidente che, per l'ampiezza e la profondità di contenuto degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili precedentemente illustrati, la responsabilità del disegno e dell'implementazione dell'intero impianto non possa essere in capo a unico soggetto. La prevenzione della crisi di impresa, infatti, tocca tutte le aree e i processi dell'organizzazione; per questo motivo, il coinvolgimento di tutti gli organi e le funzioni aziendali è necessario per una buona definizione del modello. Resta fermo il principio di chiara assegnazione di ruoli e di responsabilità: chi ha la responsabilità finale (accountability) circa l'adeguatezza degli assetti, chi la responsabilità dell'implementazione e chi ha il compito di monitorare l'efficacia nel tempo, in linea con quanto illustrato con il Modello delle tre linee. Le disposizioni di cui all'art. 2086 del cc sul piano operativo si declinano, seppur nel rispetto del principio della proporzionalità, nell'introduzione, anche nelle imprese di minore dimensione, di un adeguato modello di governo dell'impresa, disegnando sistemi di controllo interno basati su processi di pianificazione aziendale e monitoraggio ed efficaci procedure di gestione integrata dei rischi d'impresa.

Il rischio di crisi d'impresa e il rischio di insolvenza sono due tipologie di rischi correlate sotto il profilo sequenziale ma rappresentative di eventi diversi; nella logica di un sistema di controllo interno efficace e adeguato, la valutazione del rischio e degli eventi che lo possono determinare rappresenta la conditio sine qua non per una corretta identificazione degli assetti, ovvero delle attività di controllo volte a mitigare e a gestire il rischio suddetto.

Al riguardo, rilevante anche il riferimento al Framework del CoSO Report 2004, Enterprise Risk Management (CoSO ERM)-Aligning Risk with Strategy and Performance, nonché l'aggiornamento dello stesso con l'edizione del 2017, CoSO ERM-Integrating with Strategy and Performance, che rappresentano un modello di riferimento per le imprese che adottano processi di gestione dei rischi in grado di orientare al meglio le strategie di base alle performance. L'ERM (Deloach J.W, 2000 et G. Dickinson G., 2001) è pertanto un processo posto in essere dal Consiglio di Amministrazione, dal management e dalle strutture aziendali per la definizione delle strategie in tutta l'organizzazione per individuare i potenziali eventi che possono influire sull'attività aziendale e gestire i rischi entro i limiti accettabili. (Malfatti L., 2022).

Sul piano operativo, in ossequio con le disposizioni di cui all'art. 2086 c.c., ciò si declina, seppur nel rispetto della proporzionalità, nell'introduzione anche nelle imprese di piccola e media dimensione, di un adeguato modello di governo dell'impresa, di formalizzati sistemi di controlli interni basati sui processi di pianificazione aziendale e monitoraggio ed efficaci procedure di gestione integrata dei rischi d'impresa.

A questo si aggiunge un'altra considerazione: non basta disegnare gli assetti, essi vanno effettivamente implementati e valutati periodicamente sia nel disegno che nella loro efficacia operativa. Questo *modus operandi* è già acquisito nelle realtà imprenditoriali che, nel corso degli anni, si sono misurate con normative che richiedono l'adozione di sistemi di compliance; si tratta di estendere il perimetro del sistema di controllo ai requisiti richiesti dal Codice della Crisi di Impresa e di Insolvenza che oggi non sono ancora coperti.

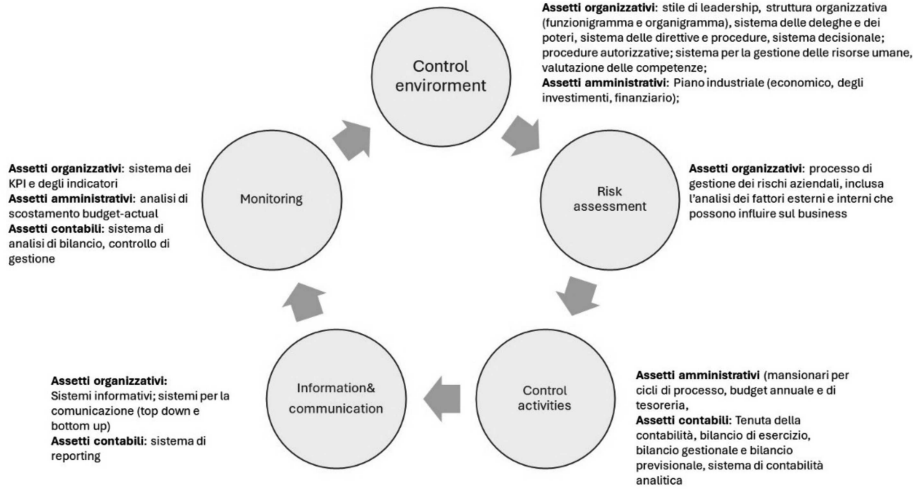
Nella definizione degli adeguati assetti la cultura aziendale e il modello di business svolgono un ruolo fondamentale, rendendo di fatto possibile la progettazione di un sistema coerente.

Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili possono essere ricondotti al modello di controllo interno presentato dal CoSO Report; in questo modo è possibile definire un sistema di controllo interno finalizzato alla prevenzione del rischio di crisi di impresa e di insolvenza.

Nella figura sottostante i presidi che compongono gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili sono stati attribuiti alle diverse componenti del sistema di controllo.

La figura mostra come gli assetti, per essere efficaci, debbano essere distribuiti in modo equilibrato all'interno del modello, in linea con i principi del CoSO Report. L'applicazione del modello CoSO mostra inoltre come ci sia propedeuticità tra gli assetti: ad esempio, senza la definizione di un organigramma sarà difficile disegnare procedure coerenti, attribuire le responsabilità di attività e controlli e progettare sistemi informativi e di comunicazione che facilitino il processo decisionale.

FIGURA 6 - Adeguati Assetti ed Elementi Costituenti CoSO Report



Fonte: propria

4. Gli indicatori di allerta a integrazione del modello in logica “continuous monitoring”.

Oltre agli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili la normativa, all’art. 13, introduce il concetto dei segnali di allerta, con l’obiettivo di intercettare gli squilibri di carattere reddituale, patrimoniale e finanziario, in grado di dare anche evidenza della sostenibilità dei debiti per i sei mesi successivi, come illustrato nel paragrafo 1. Gli indicatori così concepiti, pur attingendo e interpretando informazioni estratte dai sistemi informativi e basate su fatti già accaduti, devono avere la capacità di disegnare, o quanto meno individuare, la traiettoria aziendale prospettica, anche se l’orizzonte temporale previsto dal CCII è limitato a 6 mesi.

La logica degli indicatori è cara ai framework di sistema di controllo interno e in particolare al CoSO Report che, all’interno delle attività di controllo, considera gli indicatori di monitoraggio, siano essi di performance (KPI), di controllo (KCI) o di rischio (KRI) come un elemento cardine dell’intero sistema. Questi indicatori, soprattutto se progettati in modalità di monitoraggio continuo, hanno il compito di fornire elementi di valutazione specifici circa l’efficacia del sistema di controllo interno e gestione dei rischi e di intercettare eventuali cambiamenti, nel contesto esterno, nei processi e nelle attività svolte dall’organizzazione, che richiedono un adattamento del sistema che, per sua natura, muta nel tempo. In questo modo, essi si integrano alle attività di separate evaluation eseguite dalla funzione Internal Audit che, dal canto loro, rappresentano un momento di valutazione periodica e di più alto livello.

Nel modello proposto dal CoSO entrambe le componenti di monitoraggio

continuo e di valutazione periodica devono essere presenti: all'organizzazione spetta infatti il compito di "selezionare, sviluppare ed eseguire valutazioni continue e/o periodiche al fine di assicurarsi che le componenti del sistema di controllo interno siano presenti e funzionanti". Il rapporto tra le due dimensioni di monitoraggio può essere rappresentato nella figura seguente, che illustra anche come, pur essendo complementari, si nutrano a vicenda: l'Internal Audit, nella sua attività, deve tenere in considerazione le informazioni fornite dal sistema di monitoraggio, comprese le eccezioni rilevate; dall'altra, il sistema di monitoraggio continuo riceve, grazie all'attività di internal auditing, input obiettivi e indipendenti per mantenere e migliorare la sua efficacia nel tempo.

FIGURA 7 - Rapporto tra indicatori di monitoraggio e separate evaluation



Fonte: propria

L'accezione di segnali di allerta prevista dal CCI riguarda la definizione di un sottoinsieme di indicatori, disegnati per tutelare l'organizzazione dal rischio di crisi e di insolvenza; si tratta quindi di presidi di rischio specifico, dotati di una valenza operativa e gestionale che li rende parte del sistema nel complesso, contribuendo ad alimentare un possibile percorso di integrazione dei sistemi di controllo.

5. Conclusioni. Adeguati assetti e Sistema di Controlli elementi strategici per superare la crisi.

L'evoluzione dell'attuale quadro normativo in materia di allerta, di crisi e di insolvenza, nonché di vigilanza e controllo societario, unitamente al recepimento di standard internazionali, contabili e di revisione, sempre più stringenti e vincolanti, ha inciso e inciderà profondamente sui modelli ope-

rativi delle imprese costituite in forma societaria. Le imprese sono obbligate necessariamente a rivedere radicalmente i propri sistemi informativi e i propri assetti organizzativi, ma anche amministrativi e contabili, ripensando al ruolo di una “buona governance” e all’importanza della pianificazione e del controllo interno. Il legislatore, infatti, opera le proprie scelte in linea con i precedenti aggiornamenti normativi che vedono, nell’approccio al rischio (i.e., rischio di commissione di un reato, rischio di non conformità in materia di protezione dei dati personali, etc) e nella definizione di misure ponderate e adeguate alla realtà organizzativo-imprenditoriale, l’opportunità di definire un sistema equilibrato e comprensivo di strumenti di prevenzione e di detection, così da intercettare e correggere tempestivamente le anomalie e di governare l’impresa in modo efficace e lungimirante.

Inoltre, al fine di monitorare costantemente l’andamento della società, è necessario che quest’ultima sia in grado di produrre dati consuntivi e budget economici, finanziari e patrimoniali dettagliati, completi e attendibili. Si crea quindi un legame inscindibile tra le attività di business, i processi di supporto e i sistemi di rilevazione e monitoraggio di dati e di informazioni.

L’allargamento dell’obbligo di dotarsi di adeguati assetti a tutti gli imprenditori, attraendoli in questo modo ai doveri originariamente previsti dall’art. 2381 c.c. per le società per azioni, fa emergere, in modo rilevante, la necessità di una crescita *in primis* culturale. Le imprese italiane di qualsiasi dimensione devono fare un salto di qualità in termini di adozione di un modello di indirizzo della gestione che consenta di prendere le distanze dai comportamenti passati, frequentemente caratterizzati da un diffuso disordine organizzativo e da eccessiva discrezionalità d’azione e che favorisca il costante monitoraggio dell’andamento aziendale e la possibilità di tempestiva rilevazione delle criticità. Non solo, la crescita culturale prevede di portare avanti, in modo continuativo, le riflessioni sullo stile manageriale, il concetto di delega, la valorizzazione delle competenze e la crescita attraverso programmi di formazione e di apprendimento sul campo, così da mantenere gli assetti e i sistemi operativi adeguati nel tempo.

Per l’implementazione degli adeguati assetti i riferimenti sono molteplici (Bastia P., Ricciardiello E., 2020 et Merluzzi G., 2020); si può fare riferimento ai documenti emanati dagli organismi professionali (fra cui le Check List e le Norme di Comportamento del Collegio Sindacale pubblicate dal CNDCEC nel 2023), ad altre fonti quali il Codice di Corporate Governance elaborato dal Comitato per la Corporate Governance di cui ultima edizione del 2020, nonché alle tante indicazioni che giungono dalla giurisprudenza.

La previsione di un dettagliato sistema rappresentato da funzioni, poteri, deleghe, processi e procedure è in linea con quanto previsto con la definizione di assetto organizzativo, da ricondurre, a sua volta, a due distinte componenti: la struttura organizzativa e i sistemi operativi.

La struttura organizzativa di base (nella sua componente rappresentata dalle unità organizzative individuate, dai compiti e dalle relazioni gerarchiche)

e i sistemi operativi, riconducibili alla definizione del sistema dei processi, a quello di determinazione degli obiettivi, delle strategie e all'assegnazione delle risorse (sistema di pianificazione programmazione e controllo), al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, a quello di gestione del personale, al sistema di autoregolamentazione e a quello informativo, rappresenta la componente in grado di definire la relazione tra le unità organizzative; prevale così, nel pensiero del Legislatore, una logica di interconnessione di sistemi rispetto al modello disegnato, una sorta di rete in grado di combinare, in un tutt'uno, aspetti tecnici e strettamente visibili con elementi di soft control. Non solo: si apre la strada per definire e realizzare percorsi di integrazione tra sistemi di controllo, che vendono la compresenza presidi già esistenti accanto alla definizione degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili.

Queste capacità sono ormai non solo strategiche ma anche vitali; esse rilevano sia a fini strettamente gestionali che come strumento per prevedere con adeguato anticipo i segnali della crisi, permettendo di azionare meccanismi di early warning. L'individuazione e la valutazione della gravità dello stato di crisi, non ancora sfociato in insolvenza conclamata, presuppone l'accesso a un set informativo complesso e una visione diversa da quella consuntiva (basata su analisi statiche).

È indispensabile una valutazione prospettica dell'evoluzione aziendale, tesa a intercettare potenziali incapacità future di adempiere le obbligazioni già assunte e quelle prevedibili.

Bibliografia

- ASSOCIAZIONE ITALIANA INTERNAL AUDITORS, PRICE WATERHOUSE COOPERS (a cura di), *La gestione del rischio aziendale*, il Sole 24 ore, Milano, 2006.
- BASTIA P., RICCIARDIELLO E., *Gli Adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi generali e scienza aziendale*, in Banca Impresa Società, Il Mulino, 2020.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (CoSO), *Internal Control - Integrated Framework*, 1992.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (CoSO), *Enterprise Risk Management (ERM)-Integrated Framework*, 2004.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (CoSO), *CoSO ERM-Integrating with Strategy and performance*, 2017.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Assetti organizzativi, amministrativi, contabili: profili civilistici e aziendalistici*, documento di ricerca, 2023.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Norme di comportamento dei sindaci per le società non quotate*, 2023.
- D'ATTORRE G. *Manuale di diritto della crisi e dell'insolvenza*, Giappichelli Editore, Torino, 2022.

- DELOACH J.W., *Enterprise-wide Risk Management: Strategies for linking risk and opportunity*, Financial Times, Prentice Hall, London, 2000.
- DICKINSON G., *Enterprise Risk Management: its origins and conceptual foundations*, The Geneva Papers and Risk and Insurance, 2001, pp 360-365.
- ERKKI K. LAITENEN AND H. GINCHONG, *Early-Warning-System for crisis in SME's: Preliminary evidence from Finland and the UK*, in Journal of Small Business and Enterprise Development, Vol. n. 6, Number 1, 1999, pp 89-102.
- JENSEN M. *Agency Problems and Residual Claims*, Journal of Law and Economics, vol. 26, 1983.
- LORD S., *An Overview of CoSO's 2013 Internal Control - Integrated Framework*, McGladrey, 2013.
- MALFATTI L., *Il sistema di controllo Interno e di gestione dei rischi*, in *Adeguati assetti societari per la prevenzione della crisi*, a cura di A. Danovi, G. Acciaro, Milano, ed. Il Sole24ore, luglio 2022, pag. 83.
- MERLUZZI G., *L'adeguatezza degli assetti*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, opera diretta da M. Irrera, Bologna, Zanichelli Editore, ed. 2020.
- PORTER M., *The Audit Society. Rituals of Verification*, Oxford University Press, Oxford, 1997.
- POWER M., *La società dei controlli*, Edizioni di Comunità, Milano, 1997.
- PROVASI R., GUIZZETTI C., *L'evoluzione dei sistemi di controllo aziendale: dal controllo di gestione al controllo sulla governance*, Economia Aziendale Online, 2019.
- PROVASI R., *Le dinamiche evolutive del sistema di controllo interno. Dalle origini al Framework CoSO ERM 2017*, Giappichelli, Torino, 2020.
- THE INSTITUTE OF INTERNAL AUDITORS, *The IIA's three lines model- an update of the Three Lines of Defense*, 2020.

ATTUALITÀ

EBA: linee guida su politiche, procedure e controlli antiriciclaggio

L'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato linee guida che stabiliscono standard comuni applicabili nella EU in materia di *governance AML*, fornendo indicazioni su politiche, procedure e controlli che gli istituti finanziari, i prestatori di servizi di pagamento (PSP) e i fornitori di crypto-attività (CASP) dovrebbero adottare per garantire la conformità alle misure restrittive in materia antiriciclaggio. La prima serie di linee guida (EBA/GL/2024/14) pubblicate è rivolta a tutti gli istituti che rientrano nel mandato di vigilanza dell'EBA, ed includono disposizioni necessarie per garantire che i sistemi di *governance* e gestione del rischio degli istituti finanziari siano solidi ed efficienti, al fine di affrontare il rischio che possano violare o eludere le misure restrittive. La seconda serie di Linee guida (EBA/GL/2024/15) è specifica per i fornitori di servizi di pagamento (PSP) e i fornitori di servizi di crypto-attività (CASP) e specifica cosa devono fare i PSP e i CASP per essere in grado di rispettare le misure restrittive quando eseguono trasferimenti di fondi o crypto-attività. Le linee guida saranno in vigore dal 30 dicembre 2025.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-11/eaeae49d-81a5-4154-8af9-5014f6ee8881/Final%20Report%20Guidelines%20restrictive%20measures%20.pdf>

* * *

Consiglio dell'Unione Europea: nuovo Regolamento su rating ESG

Il Consiglio dell'Unione europea ha adottato un nuovo Regolamento sulle attività di *rating ESG*. La nuova disciplina ha l'obiettivo di rendere le attività di *rating* nell'Unione più coerenti, trasparenti e comparabili e di rafforzare la fiducia degli investitori nei prodotti finanziari sostenibili.

Secondo quanto stabilito dal regolamento, i fornitori di *rating ESG* in UE dovranno essere autorizzati dall'ESMA, essere soggetti alla sua vigilanza e rispettare obblighi di trasparenza, in particolare per quanto riguarda la metodologia utilizzata e le fonti di informazione.

I fornitori di *rating ESG* stabiliti in territorio *extra* europeo, per poter operare nell'Unione, dovranno ottenere l'avallo dei loro *rating* da un fornitore di *rating ESG* già autorizzato o un riconoscimento basato su un criterio quantitativo oppure essere inclusi nel registro UE dei fornitori di *rating ESG* sulla base di una decisione di equivalenza.

Lo schema adottato dall'UE segue quello del Regno Unito, e sarà l'ESMA l'autorità responsabile della supervisione della sua applicazione, garantendo standard uniformi per tutti i fornitori operanti nell'UE.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2024/3005/oj>

* * *

Assonime: Circolare sulla Rendicontazione di Sostenibilità

Assonime ha pubblicato la Circolare n. 21 relativa alla nuova disciplina sugli obblighi di rendicontazione e informativa societaria in materia di sostenibilità.

La circolare illustra e commenta le disposizioni del decreto legislativo 6 settembre 2024, n. 125, di trasposizione della direttiva europea n. 2022/2464 (cd. *CSRD*), che riforma la disciplina sulla rendicontazione societaria in materia di sostenibilità. Vengono illustrati anche i principi generali degli standard ESRS, adottati dalla Commissione europea su parere dell'EFRAG, sui criteri che le imprese devono seguire nella formazione della rendicontazione di sostenibilità.

La circolare fornisce una ricostruzione sistematica della disciplina e alcune soluzioni interpretative sulle principali questioni applicative per fronteggiare la complessità del quadro regolamentare e dei nuovi obblighi informativi, nonché la significativa estensione dei soggetti obbligati alla rendicontazione di sostenibilità, che pongono una serie di difficoltà operative importanti e rappresentano una difficile sfida per tutte le imprese, in particolare per quelle di minori dimensioni e per quelle che dovranno fornire informazioni in materia di sostenibilità per la prima volta.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.assonime.it/attivita-editoriale/circolari/Pagine/Circolare-21_2024.aspx

* * *

MEF: documento su ESG e Piccole e Medie Imprese

Il Tavolo per la Finanza Sostenibile, istituito presso il MEF, ha pubblicato un documento intitolato *“Il dialogo di sostenibilità tra PMI e banche”*. L'iniziativa fa seguito a quelle avviate in sede europea, in particolare con la consultazione dell'EFRAG sul documento *“Exposure Draft for the voluntary reporting standard for non-listed SMEs”*.

Il documento ha l'obiettivo di supportare le Piccole e Medie Imprese nella raccolta e produzione di informazioni attinenti agli impatti ambientali, sociali e di governance (ESG), per facilitare il dialogo con le banche sui temi della sostenibilità.

Il rinnovato contesto normativo europeo richiede che le imprese quotate di maggiori dimensioni, e le istituzioni finanziarie, dispongano di informazioni chiare ed affidabili sugli aspetti ambientali, sociali e di governance (ESG). Le PMI non quotate non sono soggette a questi obblighi informativi,

eppure si trovano già a fronteggiare richieste di informazioni sulle questioni connesse alla sostenibilità, provenienti sia da grandi imprese committenti che da banche e intermediari finanziari. Il Documento, vuole offrire a questa categoria di imprese, solitamente meno preparate e organizzate per la raccolta delle informazioni sugli ESG, un supporto concreto per migliorare il proprio posizionamento concorrenziale, valutare meglio i rischi, pianificare gli investimenti, aumentare la resilienza a *shock* energetici e climatici, e accedere così più facilmente a finanziamenti privati e a fondi e garanzie pubbliche.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/sistema_bancario/dialogo_sostenibilita/Documento-per-il-dialogo-di-sostenibilita-tra-PMI-e-Banche.pdf

* * *

Comitato Corporate Governance: pubblicata la relazione annuale sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate

Il Comitato di Corporate Governance ha approvato e reso pubblico la relazione annuale, contenente il rapporto sull'applicazione del Codice di Corporate Governance nonché le raccomandazioni alle società quotate per il 2025. In una lettera inviata alle società quotate, vengono formulate le specifiche raccomandazioni volte a rafforzare le prassi e favorire l'applicazione del Codice di Corporate Governance.

Il Comitato ha anche approvato la propria posizione sui problemi applicativi della Direttiva sul reporting di sostenibilità, nonché l'edizione aggiornata del Format per la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.borsaitalia.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2024.pdf>

* * *

CNDCEC: approvate le nuove Norme di comportamento del Collegio Sindacale

Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili (CNDCEC) ha approvato le nuove Norme di comportamento per il Collegio Sindacale delle società quotate e non quotate, entrate in vigore in data 1° gennaio 2025.

Tali norme, che offrono indicazioni operative e deontologiche per l'esercizio dell'incarico di sindaco conformemente al vigente Codice deontologico

della professione, sono state integrate con le più recenti novità normative in materia di *corporate governance*.

I due documenti sono stati elaborati dalle commissioni appositamente istituite, afferenti all'Area di delega "Sistemi di controllo e revisione legale (*financial e non financial*)" del Consiglio Nazionale.

Entrambi i documenti tengono conto della pubblicazione del d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125 recante "*Attuazione della direttiva 2022/2464/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, recante modifica del regolamento 537/2014/UE, della direttiva 2004/109/CE, della direttiva 2006/43/CE e della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la rendicontazione societaria di sostenibilità*", che ha reso opportuno inquadrare l'ambito operativo dell'organo di controllo — anche nel suo ruolo di comitato per il controllo interno e la revisione contabile — che, tenuto a vigilare sull'adeguatezza degli assetti e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, esercita altresì la vigilanza sulla rendicontazione di sostenibilità in chiave prospettica e di efficace prevenzione dei rischi.

Per quanto attiene alle sole Norme di comportamento del collegio sindacale di società non quotate, la pubblicazione del d.lgs. 10 settembre 2024, n. 136 "*Disposizioni integrative e correttive al codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al decreto legislativo del 12 gennaio 2019, n. 14*", ha comportato la rivisitazione della sezione 11 delle Norme dedicata alla vigilanza del collegio sindacale nella crisi di impresa, con specifica attenzione al tempestivo scambio di informazioni tra l'organo di controllo e il soggetto incaricato della revisione legale per consentire che, ove possibile, la segnalazione dell'uno e dell'altro sia effettuata, ai fini di anticipata emersione della crisi di cui all'art. 25-*octies* del Codice della crisi, a seguito di confronto e di condivisione circa gli esiti delle verifiche espletate da ciascuno nell'esercizio delle rispettive funzioni.

Maggiori informazioni si possono reperire ai seguenti indirizzi:

- https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2025/01/non-Quotate_A4.pdf
- https://commercialisti.it/wp-content/uploads/2025/01/Quotate_A4.pdf

* * *

EBA: pubblicate le Linee guida su rischi ambientali, sociali e di governance (ESG)

L'Autorità bancaria europea (EBA) ha pubblicato le sue Linee guida definitive sulla gestione dei rischi ambientali, sociali e di governance (ESG). Le Linee guida stabiliscono i requisiti per le istituzioni per l'identificazione, la misurazione, la gestione e il monitoraggio dei rischi ESG, anche attraverso piani volti a garantire la loro resilienza nel breve, medio e lungo termine.

Le Linee guida specificano i requisiti relativi ai processi interni e alle disposizioni di gestione del rischio ESG che le istituzioni dovrebbero avere in atto in conformità con la Direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD6). Contri-

buiranno a garantire la sicurezza e la solidità delle istituzioni man mano che i rischi ESG si intensificano e l'UE si avvia verso un'economia più sostenibile.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-01/fb22982a-d69d-42cc-9d62-1023497ad58a/Final%20Guidelines%20on%20the%20management%20of%20ESG%20risks.pdf>

* * *

Consob: avviata una consultazione su Lista del CdA

La Consob ha avviato una consultazione con il mercato finanziario, poi successivamente prorogata con una nuova consultazione, allo scopo di dare attuazione alla delega regolamentare prevista dalla Legge Capitali con riferimento alla presentazione delle liste da parte dei Consigli di amministrazione uscenti (liste del CdA). La Consob ha redatto specifiche proposte di modifica del Regolamento Emittenti che intendono dare attuazione al nuovo art. 147-ter.1 del Testo unico della finanza (Tuf) e che sono sottoposte a una nuova consultazione. Le proposte regolatorie, in linea con i contributi ricevuti nell'ambito della consultazione preliminare, sono volte a superare le principali problematiche applicative sorte in merito a due temi centrali della disciplina delle liste dei CdA:

- a) legittimazione dei soci alla seconda votazione individuale;
- b) la ripartizione dei posti in Consiglio, quando le liste di minoranza conseguano più del 20% dei voti.

Le proposte intendono al tempo stesso valorizzare l'autonomia statutaria degli emittenti nella definizione dei sistemi di elezione dei CdA. Ulteriori modifiche proposte intendono realizzare un coordinamento della disciplina prevista nel Regolamento Emittenti con la fattispecie della lista del CdA.

Maggiori informazioni si possono reperire ai seguenti indirizzi:

- https://www.consob.it/documents/d/area-pubblica/consultazione_lista_cda_20241219
- https://www.consob.it/documents/11973/5638890/consultazione_Lista_CdA_20241120.pdf

* * *

Unione Europea: nuova direttiva relativa a innovazioni digitali per la semplificazione del diritto societario

È stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea la Direttiva volta a promuovere un ulteriore ampliamento e miglioramento dell'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, in particolare con l'obiettivo di alleggerire gli oneri amministrativi a carico delle società. La nuova diret-

tiva si pone come obiettivo primario il potenziamento dell'attuale sistema di interconnessione dei registri delle imprese (BRIS), anche attraverso collegamenti con il sistema di interconnessione dei registri dei titolari effettivi e dei registri fallimentari, e il miglioramento della qualità, in termini di accuratezza e affidabilità, delle informazioni disponibili nei registri delle imprese nazionali, così da accrescere la fiducia e la trasparenza nel contesto imprenditoriale e agevolare le operazioni e le attività delle società nel mercato interno. Se da un lato il sistema italiano di controlli preventivi viene sostanzialmente confermato nel suo impianto, dall'altro emergono nuovi ambiti di intervento professionale, particolarmente per i notai, nella gestione delle procure digitali UE e nella verifica dei documenti transfrontalieri.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202500025

* * *

EBA: emesse in consultazione linee guida sull'analisi di scenario ESG

L'Autorità Bancaria Europea (EBA) ha pubblicato, una bozza di linee guida sull'analisi di scenario ambientale, sociale e di *governance* (ESG).

Il documento definisce le aspettative per gli istituti finanziari sull'integrazione degli scenari ESG nella gestione dei rischi, con l'obiettivo di valutare e testare la resilienza del modello finanziario e commerciale degli istituti agli impatti negativi dei fattori ESG.

Le linee guida completano quelle già pubblicate sulla gestione dei rischi ESG, hanno l'obiettivo di agevolare la pianificazione strategica degli istituti.

Per garantire la sicurezza e la solidità delle istituzioni nel breve, medio e lungo termine, le Linee guida stabiliscono le aspettative per lo sviluppo di un quadro e l'utilizzo di scenari per supportare la visione e il processo decisionale in un ambiente economico e fisico in evoluzione. Come parte di ciò, le Linee guida stabiliscono i principi per testare la resilienza finanziaria, il capitale e la liquidità di un'istituzione agli shock correlati all'ESG, a partire dal clima, e la resilienza del suo modello di business a diversi scenari plausibili, incluso il raggiungimento della neutralità climatica nell'UE entro il 2050.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-01/2c7abc49-daeb-4663-a86e-6ce8de5cece3/Consultation%20paper%20on%20draft%20Guidelines%20on%20ESG%20scenario%20analysis.pdf>

* * *

CONSOB: avviata la consultazione in materia di sanzioni

L'Autorità ha avviato la consultazione con il mercato finanziario sulle proposte di modifica al Regolamento sul procedimento sanzionatorio volte a dare attuazione alla disciplina degli impegni, prevista dall'articolo 196-ter del D. Lgs. n. 58/1998, a seguito delle novità introdotte dalla "Legge Capitali" (L. 5 marzo 2024, n. 21). Con la previsione degli impegni, che rende possibile l'estinzione anticipata del procedimento sanzionatorio senza che si giunga all'irrogazione delle sanzioni, l'Italia ha compiuto un altro passo importante nell'avvicinamento ai Paesi europei che già prevedevano meccanismi di definizione alternativa dei procedimenti sanzionatori. Strumenti analoghi sono già in uso anche presso altre Autorità nazionali. Con le modifiche proposte al Regolamento sul procedimento sanzionatorio, la Consob ha inteso, in particolare, fornire una "guida per l'uso" del nuovo strumento.

Maggiori informazioni si possono reperire al seguente indirizzo: https://www.consob.it/documents/11973/5638890/consultazione_procedimento_sanzionatorio_20250127.pdf/7f254158-e165-7028-b422-faa7afb1acc

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO COMMERCIALE

MASSIME (*)

Società — Di capitali — In genere Società — Contratto di permuta azionaria con patto di indennizzo — Patto parasociale — Configurabilità — Divieto di patto leonino — Condizioni.

La clausola, inserita in un contratto di permuta azionaria, volta ad indennizzare il beneficiario in caso di perdita del valore di mercato delle partecipazioni permutate, garantendone la redditività, configura un patto parasociale, che non viola il divieto di patto leonino, ove non comporti uno stravolgimento totale e costante del ruolo del socio e sia meritevole di tutela, risultando funzionale non solo al tipo di operazione concretamente identificata, ma anche al raggiungimento degli interessi identificati dalle parti nel contratto di permuta medesimo.

Cass. civ., Sez. I, ord., 22 ottobre 2024, n. 27283 - Pres. T. Terrusi - Rel. P. Fraulini.

* * *

Società irregolare — Obbligazioni solidali — Patti di limitazione della responsabilità — Non opponibilità ai terzi.

Nella società irregolare, ossia non iscritta nel registro delle imprese, tutti i soci rispondono solidalmente e illimitatamente per le obbligazioni sociali. Qualsiasi patto interno che limiti la responsabilità di uno o più soci non è opponibile ai terzi, conformemente a quanto disposto dall'art. 2297 c.c.

Cass. civ., Sez. I, ord., 7 novembre 2024, n. 28650 - Pres. M. Cristiano - Rel. A. Pazzi.

(*) Massime a cura di Isabella Maffezzoni.

* * *

Società — Di capitali — Società per azioni (Nozione, Caratteri, Distinzioni) — Costituzione — Modi di formazione del capitale — Limite legale — Delle azioni — Acquisto delle azioni — Di proprie azioni Società che non fanno ricorso al capitale di rischio — Azioni proprie — “Quorum” costitutivo e deliberativo — Computo.

Ai sensi dell'art. 2357 *ter*, comma 2, c.c., come modificato dal d. lgs. n. 224 del 2010, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le azioni proprie sono incluse nel computo sia del “quorum” costitutivo che di quello deliberativo.

Cass. civ., Sez. I, sent., 3 settembre 2024, n. 23557 - Pres. M. Di Marzio - Rel. M. Falibella.

* * *

Società — Di capitali — Società per azioni (Nozione, Caratteri, Distinzioni) — Organi sociali — Assemblea dei soci — In genere.

Il verbale di assemblea ordinaria di una società di capitali ha efficacia probatoria poiché documenta quanto avvenuto in sede di assemblea (data in cui si è tenuta, identità dei partecipanti, capitale da ciascuno rappresentato, modalità e risultato delle votazioni, eventuali dichiarazioni dei soci) in funzione del controllo delle attività svolte anche da parte dei soci assenti e dissenzianti; tuttavia, non trattandosi di atto dotato di fede privilegiata, i soci possono far valere eventuali sue difformità rispetto alla realtà effettuale con qualsiasi mezzo di prova, con la conseguenza che, se i soci non assolvano a detto onere probatorio su di essi incombente, non possono mettere in discussione quanto documentato dal verbale (nella specie, la S.C. ha confermato la sentenza impugnata, che aveva escluso la necessità dell'istanza di verifica-zione, attribuendo al disconoscimento del verbale di approvazione del bilancio finale di liquidazione la natura di generica contestazione non circostanziata e, quindi, opponibile al socio in mancanza di tempestiva impugnazione).

Cass. civ., Sez. V, ord., 24 giugno 2024, n. 17387 - Pres. R. Crucitti - Rel. G.P. Macagno.

* * *

Consorzi — Industriali (Per il coordinamento della produzione e degli scambi) — Con attività esterna — In genere Appalto di opere pubbliche — Aggiudicazione alle imprese offerenti non costituite in Ati — Stipulazione del

contratto con la società consortile — Nullità — Esclusione — Conseguenze — Fondamento.

In tema di appalto di opere pubbliche, il contratto stipulato dalla stazione appaltante direttamente con la società consortile, costituita dalle imprese offerenti che, pur riunite nell'offerta congiunta, non abbiano mai costituito una Ati, non è nullo né inefficace e legittima la società consortile medesima, quale titolare dei diritti e degli obblighi scaturenti dall'accordo, a farli valere in giudizio, tenuto conto che anche i consorzi costituiti in forma di società di capitali o di società consortili possono partecipare alle gare di appalto e rimanere, dunque, aggiudicatari, divenendo parte del relativo contratto.

Cass. civ., Sez. I, ord., 25 ottobre 2024, n. 27694 - Pres. U.L. Scotti - Rel. L. Varotti.

* * *

Fideiussione — Estinzione — Liberazione del fideiussore per obbligazione futura Obbligazione del fideiussore — Condizioni patrimoniali del debitore principale — Mutamento — Cumulo della qualità di socio di minoranza e di garante della società debitrice — Liberazione del fideiussore per mancanza di preventiva autorizzazione per il credito — Esclusione — Fondamento.

Nella fideiussione per obbligazione futura, in caso di peggioramento delle condizioni patrimoniali della società debitrice principale dopo la stipulazione del contratto di garanzia, il fideiussore che è anche socio di minoranza della società garantita non è liberato in caso di mancanza di preventiva autorizzazione al creditore alla concessione di ulteriore credito, perché, nell'esercizio delle prerogative proprie di componente dell'assemblea (quantomeno in occasione dell'approvazione dei bilanci), ha la concreta possibilità di conoscere la situazione economica e la sua colpevole ignoranza non può giustificare un obbligo "sostitutivo" di vigilanza e controllo in capo alla banca creditrice.

Cass. civ., Sez. III, ord., 17 giugno 2024, n. 16822 - Pres. L.A. Scarano - Rel. I. Ambrosi.

* * *

Società — Di capitali — Società a responsabilità limitata (Nozione, Caratteri, Distinzioni) — Scioglimento — In genere — Provvedimento del tribunale di accertamento di una causa di scioglimento della società — Decisione sul reclamo — Ricorribilità per cassazione — Esclusione — Fondamento.

Il decreto della corte d'appello che respinge il reclamo avverso la deci-

sione del tribunale, in tema di accertamento di una causa di scioglimento della società, non è ricorribile per cassazione *ex art. 111 Cost.*, trattandosi di provvedimento di volontaria giurisdizione privo di carattere decisorio, tanto che ciascun interessato può promuovere un giudizio ordinario e ottenerne la rimozione, previa dimostrazione dell'insussistenza della causa di scioglimento.

Cass. civ., Sez. I, ord., 26 novembre 2024, n. 30409 - Pres. M. Di Marzio - Rel. D. Valentino.

* * *

Competenza civile — Regolamento di competenza — In genere Credito da rimborso di finanziamenti effettuati da un socio a favore di una società di capitali — Trasformazione di società di capitali in una società di persone — Cessione di credito in data antecedente — Controversia promossa in data successiva — Competenza delle sezioni specializzate in materia di imprese — Esclusione — Fondamento.

La controversia inerente a un credito, oggetto di cessione a terzi, da rimborso di finanziamenti effettuati da un socio a favore di una società di capitali, se promossa in data successiva alla trasformazione della debitrice ceduta in società di persone, non rientra nella competenza delle sezioni specializzate in materia di imprese, nemmeno in ipotesi di cessione antecedente alla trasformazione, perché ai fini della determinazione della predetta competenza rileva il requisito della natura di società di capitali, che, *ex art. 5 c.p.c.*, deve sussistere al momento della proposizione della domanda.

Cass. civ., Sez. III, ord., 14 dicembre 2024, n. 32585 - Pres. R.G.A. Frasca - Rel. F.M. Cirillo.

* * *

Procedimento civile — Domanda giudiziale — Citazione — Contenuto — Nullità — Sanatoria Citazione in giudizio diretta e notificata ad una società di persone estinta per intervenuta cancellazione volontaria dal registro delle imprese — Nullità — Costituzione in giudizio del socio accomandatario — Conseguenze — Fondamento.

La citazione notificata ad una società di persone estinta per intervenuta cancellazione volontaria dal registro delle imprese è nulla per inesistenza della parte convenuta ma tale vizio, rilevabile di ufficio, è sanato dalla costituzione in giudizio del successore dell'ente (nella specie il socio accomandatario), indipendentemente dalla volontà e dall'atteggiamento pro-

cessuale di questo. La *vocatio in ius* di un soggetto non più esistente, ma nei cui rapporti sia succeduto un altro soggetto, consente comunque di individuare il rapporto sostanziale dedotto in giudizio, realizzando un vizio meno grave rispetto a quello da cui è affetta la *vocatio* mancante dell'indicazione della parte processuale convenuta, che è sanabile mediante la costituzione in giudizio di chi, malgrado il vizio, si sia riconosciuto come convenuto.

Cass. civ., Sez. II, ord., 4 dicembre 2024, n. 31130 - Pres. M. Bertuzzi - Rel. C. Trapuzzano.

* * *

Azienda — Cessione — Debiti — In genere Art. 2560, comma 2, c.c. — Cessione d'azienda avvenuta nel corso di processo relativo a contratto d'impresa non esaurito — Responsabilità del cessionario per i debiti — Sussistenza — Fondamento — Fattispecie.

In tema di cessione di azienda, alla stregua del regime fissato dall'art. 2560, comma 2, c.c., allorché la cessione sia avvenuta nel corso di un processo relativo a contratto d'impresa non ancora esaurito, la responsabilità del cessionario trova titolo nella sentenza emessa nei confronti del cedente per gli effetti che essa spiega anche nei confronti dell'avente causa, ex art. 111 c.p.c., quale successore a titolo particolare nel rapporto controverso. (Nella specie, la S.C. ha confermato la sentenza che aveva ritenuto il cessionario responsabile di un debito in corso di accertamento giudiziale al momento della cessione).

Cass. civ., Sez. III, ord., 11 novembre 2024, n. 29071 - Pres. R.G.A. Frasca - Rel. E. Iannello.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA CONCORSUALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Composizione negoziata — Misure protettive — Art. 18 e 19 CCII —
Ristrutturazione e risanabilità — Cooperazione tra le parti.*

Le misure protettive, per un periodo massimo di 120 giorni, volte ad impedire ai creditori di intraprendere o proseguire azioni esecutive e cautelari sui beni delle società nonché a proteggere i contratti pendenti da risoluzioni o modifiche unilaterali, adottate al fine di evitare l'apertura della liquidazione giudiziale o l'accertamento dello stato di insolvenza, anche tramite la cooperazione tra le parti, sono necessarie per proseguire le trattative e prevenire azioni pregiudizievoli da parte dei creditori, e sono prodromiche al risanamento aziendale.

Tribunale di Milano, Sezione II Civile, 29 ottobre 2024, n. 9768

TRIBUNALE DI MILANO SEZIONE II CIVILE

Il Giudice Designato alla trattazione dott. Francesco Pipicelli ha pronunciato la seguente

ORDINANZA

Letto il ricorso *ex artt.* 18-19 CCII depositato dal gruppo di imprese *ex art.* 25 CCII ovvero da: [...]

dato atto che nelle conclusioni del predetto ricorso si espone quanto segue:

*“Tutto ciò premesso, XXX S.p.A., XXX S.p.A., XXX S.r.l., XXX S.p.A., XXX S.p.A., XXX S.r.l. e XXX S.r.l., come sopra rappresentate, difese e domiciliate,
CHIEDONO*

che l'Illustrissimo Tribunale adito voglia confermare (in tutto o, in subordine, in parte, previe le modifiche che saranno ritenute opportune) ai sensi dell'art. 19 CCII l'applicazione delle misure protettive erga omnes richieste [...]

per la durata massima di centoventi giorni, affinché, per tutta la durata delle trattative:

non possa essere pronunciata nei confronti delle predette società sentenza di apertura della liquidazione giudiziale o di accertamento dello stato di insolvenza;

i creditori delle predette società non possano acquistare diritti di prelazione (se non concordati con le società stesse) ovvero iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul patrimonio delle società o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività di impresa; e

i creditori non possano rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti o provocarne la risoluzione, né possano anticiparne la scadenza o modificarli in danno delle società per il solo fatto del mancato pagamento di crediti anteriori rispetto alla pubblicazione della richiesta di applicazione delle misure protettive.”.

PREMESSO:

a) Che parte ricorrente ha depositato istanza *ex art. 18 CCII* pubblicata presso la Camera di Commercio in data 4 settembre 2024, a seguito dell'accettazione dell'esperta Avv. XXX in data 4 settembre 2024, ed in data 5 settembre 2024 — nel rispetto del termine del giorno successivo *ex art. 19 co. 1 CCII* — ha depositato via PCT il presente ricorso per conferma delle misure protettive, così leggendosi l'iscrizione nella visura storica camerale aggiornata: [...]

Che parte ricorrente, per ciascuna delle società del gruppo, unitamente al ricorso:

1) ha depositato in atti i bilanci degli esercizi 2021-2022-2023 che risultano approvati e depositati al registro imprese nonché una situazione finanziaria e patrimoniale aggiornata al 31.7.2024, quindi entro i 60 giorni anteriori al deposito del ricorso;

2) ha depositato l'elenco dei creditori anche accompagnato dai relativi indirizzi PEC, individuando i primi dieci per ammontare;

3) ha depositato un piano finanziario e di tesoreria a sei mesi e delle iniziative di carattere industriale che intende adottare per il gruppo e le singole società, con il piano di tesoreria e dei flussi di cassa per i successivi sei mesi e con progetto di piano di risanamento contenente le indicazioni della lista di controllo *ex art. 13 comma 2 ccii*, in ogni caso embrionale e da svilupparsi in corso di composizione e nel corso delle trattative con l'esperta a seguito delle descritte operazioni straordinarie, quale proposta economica di soddisfazione e utilità concreta alle categorie di creditori;

4) ha depositato una dichiarazione del legale rappresentante dott. XXX avente valore di autocertificazione attestante, sulla base di criteri di ragionevolezza e proporzionalità, che l'impresa può essere risanata, ai termini e condizioni, nonché al verificarsi dei presupposti, meglio descritti nel ricorso *ex art. 19, comma 1, CCII*;

5) ha depositato la prova dell'accettazione dell'esperta nominata ai sensi dell'articolo 13, commi 6, 7 e 8 in data 4 settembre 2024, Avv. XXX, [...]

6) ha depositato ad integrazione con nota del 17.10.2024 le dichiarazioni prescritte dalla legge per le singole società ricorrenti ex articoli 18 comma 2 e 17 comma 3 lettera d) CCII;

CONSIDERATO

1. che alle pagine da 28 a 32 del parere dell'esperta XXX — depositato il 17.10.2024 — sono criticamente commentati i risultati del test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento eseguito dalle ricorrenti;

2. che nel termine di dieci giorni assegnato dal giudice — con decreto del 14.9.2024, comunicato dalla cancelleria il 16.9.2024 — è stato compiuto l'esito delle notifiche ai creditori come da ricevute di consegna via PEC, in data 20.9.2024 fino al 25.9.2024, come da deposito telematico di nota in data 17-18.10.2024 della parte ricorrente, in cui si esponeva *inter alia* che:

“...Pertanto, con la presente nota di deposito e in ottemperanza al Decreto, le Società depositano:

Doc. A: file di riepilogo delle notifiche effettuate a mezzo PEC;

Doc. B: file di riepilogo delle notifiche effettuate a mezzo PEC per i casi in cui si è reso necessario ripetere la notifica a seguito del primo invio (cfr. Doc. A);

Doc. C: file di riepilogo delle notifiche effettuate ai creditori italiani a mezzo posta elettronica ordinaria (1);

Doc. D: file di riepilogo delle notifiche effettuate ai creditori stranieri a mezzo posta elettronica ordinaria;

Doc. E: file di riepilogo delle notifiche effettuate ai creditori italiani e stranieri tramite Ufficiale Giudiziario (2).

Doc. F: test pratici svolti dalle Società;

Doc. G: dichiarazioni rese dalle Società ex artt. 18, comma 2 e 17, comma 3, lett. d) CCII.

3. Le società depositano altresì:

con riferimento alle notifiche effettuate a mezzo PEC, per ciascun destinatario, la ricevuta di accettazione e di consegna[...]

sentite le parti e i creditori all'udienza in data 22.10.2024, letto il motivato parere favorevole dell'esperta Avv. XXX, depositato a PCT il 10.10.2024, lette le memorie di costituzione dei creditori, a scioglimento della riserva assunta all'udienza che precede

RILEVATO

— che con deposito telematico in data 10.10.2024, l'esperta ha enunciato il proprio motivato parere favorevole sulla richiesta di conferma dell'applicazione delle misure protettive del patrimonio formulando le seguenti argomen-

tate e condivisibili conclusioni sulla funzionalità ed indispensabilità allo svolgimento e buon esito delle trattative: “...Come noto, nell’ambito della composizione negoziata della crisi, le misure protettive sono strumentali ad assicurare il buon esito delle trattative, e sono confermate quando il Giudice verifichi, in primo luogo, la sussistenza del *fumus boni iuris*, da intendersi nel senso della utilità delle misure richieste per lo svolgimento delle trattative, nonché della adeguatezza e proporzionalità di queste rispetto all’obiettivo di risanamento dell’impresa. Come ben illustrato dal Gruppo, la funzione principale delle misure di protezione richieste al momento è quella di consentire la prosecuzione delle interlocuzioni con gli operatori del mercato al fine di giungere al perfezionamento delle operazioni di M&A mantenendo inalterato il valore di mercato dei due principali Assets. La sottoscritta rileva che le misure richieste, come si desume dall’istanza, sono solo quelle previste ex lege e ritiene che, al momento, la loro conferma possa essere utile a consentire alla società non solo di proseguire nelle interlocuzioni con i propri creditori al fine di concordare un riscadenziamento dei pagamenti per poter avere la liquidità necessaria a proseguire nella propria ordinaria attività e, dunque, tutelare il valore degli Assets aziendali, ma anche — e soprattutto — di portare a termine positivamente le trattative pendenti con gli Operatori del settore Automotive interessati all’acquisizione del perimetro importazione e del perimetro logistica. La conferma delle misure protettive può, dunque, allo stato essere di aiuto alla prosecuzione delle trattative con gli operatori interessati alle operazioni di M&A e consentirebbe di evitare la svalutazione del valore di mercato dei due principali Assets ed il pericolo di un aggravamento del passivo. Inoltre, la sottoscritta ha sopra riferito di tutte le interlocuzioni già avute con i maggiori creditori bancari, con alcuni creditori/fornitori che non hanno manifestato obiezioni od impedimenti alla conferma delle misure protettive. Sulla base della documentazione fino a qui esaminata e dei colloqui già avviati con i rappresentanti del XXX e con gli Istituti di Credito coinvolti nell’attività aziendale alla luce dell’atteggiamento collaborativo manifestato e della sostanziale disponibilità di questi ultimi alla procedura di Composizione Negoziata e alla conferma delle misure protettive, riservato un più approfondito parere anche alla luce dei successivi approfondimenti sul mercato specifico di riferimento e alla luce dell’andamento delle trattative con i soggetti interessati all’acquisizione degli Assets aziendali, la sottoscritta — nella sua qualità di Esperta — non rileva, allo stato, motivi ostativi alla conferma delle misure protettive che potrebbero consentire di approfondire e proseguire nei contatti transattivi già ad oggi avviati. Rileva, tuttavia, la necessità di accelerare le interlocuzioni con gli Operatori del settore interessati alla acquisizione dei due rami di attività del Gruppo, atteso che è essenziale portare a perfezionamento le cessioni entro il periodo di vigenza delle misure protettive che andranno, ove confermate, a scadere nei termini di legge e, dunque, poter utilmente godere del beneficio delle stesse durante le operazioni di M&A.”;

— che l’esperta ha precisato correttamente nel suo parere sull’esito del

test pratico sulla ragionevole perseguibilità del risanamento che ... *si potrebbe concludere che le intenzioni del legislatore paiono essere anche quelle di consentire, attraverso l'esecuzione del test pratico, di comprendere se le manovre finanziarie (in questo caso se attraverso il perfezionamento delle operazioni di M&A) ipotizzate dall'imprenditore, siano tali da consentire il risanamento della società. Nel caso di specie, questa sembrerebbe essere l'unica utilità del test pratico in considerazione del fatto che l'intero piano di risanamento è fondato sulle operazioni di M&A descritte nel piano industriale, prodotto quale doc. n.11, di cui si è data illustrazione nei paragrafi precedenti.*";

— che in ordine alle linee guida del piano di risanamento aziendale, l'esperta ha spiegato nel proprio parere che *"...Il Piano di Risanamento da ultimo trasmesso alla sottoscritta esamina, per ciascuna società appartenente al Gruppo XXX, quali sono le linee guida del Piano e le principali assunzioni. La manovra, che muove dal piano è, sommariamente, fondata sulla realizzazione — entro il 31/12/2024 — di due operazioni straordinarie di M&A (una cessione logistica, l'altra cessione import) entrambe impostate come share-deal, sulla moratoria sul debito bancario MLT e sul consolido delle esposizioni verso i creditori non finanziari al 31/7/2024 (spalla del piano).*

...OMISSIS...

Nel Piano di risanamento, alle pagine 50-53, viene illustrata la Proposta di Manovra Finanziaria proposta dal Gruppo ai Creditori finanziari, all'Era-rio, ai Dipendenti e ai fornitori con riferimento ai crediti scaduti. Per effetto delle Operazioni straordinarie meglio e specificamente descritte nel piano saranno immesse a vario titolo nuove risorse finanziarie a servizio del debito e accolti per complessivi XXX a fronte della massa debitoria scaduta di XXX. Ciò comporterà evidentemente la richiesta di stralci in misura più o meno trascurabile ai creditori finanziari (-0,5%) e, più o meno apprezzabile, ai creditori-fornitori (-15,8%)...";

— che all'udienza fissata, tenutasi in data 22.10.2024, alla presenza dell'esperta e del difensore di parte ricorrente, le parti già costituite si sono riportate alle memorie già depositate, ribadendo le precisazioni in ivi contenute; il giudice, quindi, si è riservato, senza che vi siano state a verbale particolari opposizioni o contestazioni rispetto alle richieste protettive di parte ricorrente, posto che tutti i creditori costituiti ed i presenti non si sono dichiarati contrari ad intraprendere trattative, hanno aderito alla richiesta di conferma di misure protettive e/o si sono rimesse alla valutazione del giudicante;

— che l'esperta ha confermato a verbale in udienza il proprio motivato parere favorevole, riportandosi a quest'ultimo, esponendolo sinteticamente, evidenziando che sono stati già incontrati dall'esperta gli istituti di credito e i creditori più importanti, nonché in via riservata il soggetto interessato alla parte import, ribadendo infine che le misure protettive sono utili per lo sviluppo delle trattative in corso che non sono oggi pregiudizievoli per i creditori;

— che la difesa di parte ricorrente ha evidenziato che la richiesta di protezione del patrimonio “... riguarda sette società è finalizzata a lasciar coltivare alle società due operazioni straordinarie, una che riguarda la divisione import concessionaria, l'altra riguarda la logistica in XXX SPA; le operazioni si svolgeranno con soggetti di primario standing, stanno andando avanti e sono in corso di svolgimento le due diligence, le misure protettive pertanto servono per evitare le azioni acceleratorie di alcuni creditori per consentire di formulare una proposta di tutto rispetto ai creditori, auspicabilmente vicina al soddisfo del 100% dei creditori chirografari; rileva che dei 66 creditori costituiti soltanto uno si è formalmente opposto alla conferma di misure protettive”;

— che i creditori XXX e XXX portatori di crediti esigui, nonostante il tenore “negativo” della verbalizzazione, non hanno comunque manifestato motivate ragioni di opposizione e si sono manifestati disponibili a partecipare alle trattative innanzi all'esperta;

RITENUTO CHE

l'esperta ha reso parere favorevole e le sue affermazioni consentirebbero di superare i motivi di opposizione delle parti costituite contrarie alla conferma delle misure, ragioni di contrarietà in specie, peraltro, assenti; egli ha fornito un quadro chiaro ed esaustivo sull'attività svolta precedentemente all'udienza, avendo esaminato la documentazione allegata all'istanza e caricata sulla piattaforma.

Tanto premesso, chi scrive ritiene che, ravvisandosi le “condizioni di squilibrio economico-patrimoniale-finanziario” costituenti requisito oggettivo di accesso alla composizione negoziata (e quindi per l'adozione delle misure protettive richieste ex art. 18 C.C.I.A.A.), la sussistenza di concrete e ragionevoli prospettive di risanamento riscontrate dall'esperta con ragionamento congruo, non contraddittorio e logico-contabile (che qui si richiama e si condivide, non essendovi motivate ragioni per discostarvisi) nonché l'assenza di opposizioni specifiche e insuperabili (salvo quanto si dirà), non vi sono pertanto ragioni ostative alla conferma delle misure richieste.

Sul punto occorre ricordare peraltro che secondo l'orientamento del Tribunale di Bologna est. Maurizio Atzori, 6 novembre 2022, in Diritto della Crisi, l'insolvenza della società non esclude la possibilità di accesso a tale percorso in quanto: (i) *in punto di adeguatezza delle misure per la rilevazione della crisi, l'art. 3, comma 4, considera segnali per la previsione tempestiva della crisi elementi che già denotano un'insolvenza*; (ii) *la probabilità si riferisce sia alla crisi che all'insolvenza, ponendo tali elementi sullo stesso piano, mentre decisiva risulta la circostanza che risulti “ragionevolmente perseguibile il risanamento”*; (iii) *l'obiettivo del nuovo istituto è quello di offrire alle imprese risanabili una nuova chance, alternativa e diversa rispetto ai tradizionali strumenti messi a disposizione dalla legge fallimentare*; (iv) *la sterilizzazione dei poteri del pubblico ministero durante la fase di composi-*

zione negoziata, indica che anche l'insolvente possa accedere a tale percorso; (vi) il test di autodiagnosi di cui al decreto dirigenziale prevede anche situazioni gravissime, di insolvenza conclamata.

In altri termini, secondo il richiamato orientamento giurisprudenziale di merito, che qui si condivide, l'insolvenza non pregiudica l'accesso alla composizione negoziata per la soluzione della crisi né tanto meno preclude l'applicazione o la conferma delle misure protettive e cautelari richiesta dall'imprenditore, a condizione che tale condizione risulti coerente alle finalità recuperatorie dell'istituto e quindi reversibile mediante interventi di risanamento utili al ripristino della solvibilità, purché vi siano dunque elementi di risanabilità concreta e di reversibilità dell'insolvenza in base al piano di risanamento nell'ambito della CNC, anche eventualmente mediante interventi straordinari di esternalizzazione dei rami aziendali o apporti di finanza esogena.

È evidente che le valutazioni prognostiche rese in questa sede dall'esperta non possono ritenersi "definitive", tuttavia, allo stato degli atti, le risultanze economico finanziarie che emergono dal piano di tesoreria e flussi di cassa, dal piano di risanamento e dai documenti contabili depositati inducono a ritenere che le cause della crisi intervenuta corrispondano a quelle ravvisate dall'esperta.

Nel contemperamento tra opposte esigenze, ovvero la tutela della continuità imprenditoriale e l'interesse economico confliggente del singolo creditore che non necessariamente corrisponde all'interesse della massa — dovendosi ricordare che tutte le parti hanno il dovere di collaborare lealmente, secondo correttezza e buona fede, in modo sollecito con l'imprenditore e con l'esperta per la auspicabile buona riuscita della composizione negoziata (vedi l'art. 16 comma 6 CCII) — non può negarsi oggi la conferma generalizzata ed *erga omnes* delle misure protettive.

Peraltro, come già sostenuto in un motivato precedente di codesta Sezione (ordinanza di conferma delle misure protettive del 17 settembre 2022, giudice est. Dr. S. Rossetti, r.g. v.g. 10909/2022), le deduzioni dei creditori in ordine all'ammontare del credito sono inconferenti ai fini dell'odierna decisione, atteso che *"...il procedimento per la concessione delle misure protettive (i) non ha in alcun modo ad oggetto l'accertamento di crediti, ma mira solo a stabilire, sul presupposto di una concreta prospettiva di risanamento, se, al fine di proseguire le trattative, sia necessario l'adozione di misure protettive e cautelari, eventualmente indicandone i limiti; (ii) ugualmente, volta che sia concessa la misura protettiva del divieto di iniziare o proseguire le azioni esecutive, ove un'azione esecutiva venisse ugualmente intrapresa, la questione relativa a se quell'azione potesse o meno essere iniziata o proseguita è demandata alla competenza esclusiva e funzionale del giudice dell'esecuzione e, pertanto, il provvedimento emesso ex art. 19 CCI che si soffermasse su tali aspetti sarebbe abnorme in parte qua e, comunque, costituirebbe al più un*

mero parere del giudice richiesto della misura, senza alcuna efficacia nell'ambito del procedimento esecutivo eventualmente intrapreso".

Le misure protettive possono, dunque, essere confermate quando (i) il tribunale si convince che esiste una ragionevole probabilità di perseguire il risanamento (*fumus boni iuris*) e quando (ii) il tribunale reputa che le misure, nella gradazione necessaria, siano funzionali a raggiungere quel risultato, sicché la loro assenza potrebbe pregiudicare il risanamento aziendale (*periculum in mora*).

Ritiene pertanto chi scrive che vi sia una effettiva, concreta e ragionevole perseguibilità del risanamento in base alle dichiarazioni dell'esperta, in assenza della (seria, non preconcepita e motivata) contrarietà di alcuno dei creditori in astratto alla partecipazione iniziale alle trattative, considerato che dei dieci maggiori creditori per ammontare nessuno ha espresso una netta posizione di inammissibilità rispetto alla conferma delle misure protettive; evidente è pertanto la strumentalità della conferma delle misure protettive alla buona riuscita delle trattative paritarie con tutti i creditori ed al sereno svolgimento della composizione negoziata e della ristrutturazione aziendale già prospettata con il piano di risanamento già in stadio avanzato nelle sue linee essenziali.

Nel momento in cui è chiamato a confermare o meno le misure protettive, il giudicante non può che operare, ad avviso di chi scrive, un bilanciamento tra gli interessi del debitore e le aspettative dei creditori, valutando come utile il percorso di risanamento intrapreso, in base alle inequivoche e motivate dichiarazioni dell'esperta.

Non vi è alcuna ragione allo stato per ritenere che il risanamento non possa essere conseguibile e perseguibile, considerato l'atteggiamento di apertura o comunque non di chiusura dei creditori: ciò che ora occorre è che le trattative vengano proseguite, essendo state già utilmente avviate, alla presenza dell'esperta, per verificare la percorribilità del progetto di piano ovvero di un piano che venga modificato recependo le richieste dei creditori e le indicazioni dell'esperta stesso; esperta al quale (e non al Tribunale) fa capo la responsabilità di determinare l'archiviazione dell'istanza ove diventi palese la mancanza di concrete prospettive di risanamento.

Alla luce di tali elementi, e in assenza di contestazione alcuna da parte dei creditori, il tribunale conferma le misure protettive come meglio dettagliate in dispositivo nei confronti di tutti i creditori della società ricorrente per la durata richiesta di 120 giorni, decorrenti dalla data di pubblicazione dell'istanza.

Infatti, la complessità del passivo e della ristrutturazione aziendale, le dimensioni rilevanti del gruppo "XXX", la moltitudine dei creditori coinvolti, la presenza dei creditori istituzionali quali l'agente di riscossione e bancari con tempi deliberativi e decisionali più lunghi (che inducono a pensare alla necessità di un lungo percorso di ristrutturazione e di plurimi incontri con l'esperta), sono circostanze che suggeriscono per il complesso corso della

composizione negoziata l'accoglimento delle misure protettive per il termine massimo di centoventi (120) giorni.

Quanto, infine alla tempistica, osservato che l'art. 19, comma 4 C.C.I. stabilisce un range di durata "non inferiore a trenta e non superiore a centoventi giorni", e tenuto conto dell'elevato numero dei creditori coinvolti nella trattativa e della complessità della stessa, si ritiene ragionevole stabilire la durata delle misure nel termine di 120 (centoventi) giorni, rammentando che, a norma del comma 6 del medesimo articolo, si può sempre disporre l'abbreviazione su istanza di parte o segnalazione dell'esperto qualora non si mostrino idonee a soddisfare l'obiettivo di assicurare il buon esito delle trattative o appaiano sproporzionate rispetto al pregiudizio arrecato ai creditori istanti.

Si precisa infine che lavoratori dipendenti della società o con altra tipologia di rapporto che sono creditori, senza necessità di precisazioni in dispositivo per le singole posizioni, destinatari delle notifiche, non sono attinti dalle misure protettive per espressa disposizione di legge, ai sensi dell'art. 18 comma 1 CCII.

Le conclusioni della XXX sono state le seguenti, come da memoria: "... *in via principale, di dare atto, nell'ambito del contraddittorio processuale in essere, che le misure protettive richieste da XXX (gruppo XXX) non si estendono ex art. 18 CCII ai 226 veicoli di proprietà di XXX Corporation (cfr. doc. 5);*

— *in via subordinata, di non confermare ovvero di modificare e/o revocare le misure protettive nei confronti di XXX Corporation, limitatamente ai 226 veicoli in oggetto (cfr. doc. 5), affinché non siano inibite azioni esecutive e/o cautelari da parte di XXX Corporation qualora XXX decidesse di non restituire spontaneamente i suddetti beni, rimettendosi al Tribunale, quanto al proprio credito commerciale, in ordine alla più generica conferma, o meno, delle misure protettive erga omnes*".

A tal proposito, va precisato che le richieste della creditrice XXX paiono inammissibili in questa sede, non trattandosi del processo di cognizione ordinaria o esecutiva per accertare il diritto alla risoluzione contrattuale o di proprietà — a seguito di inadempimento al versamento del prezzo previsto da contratto — con riferimento alle n. 226 automobili oggetto di rivendica, per il recupero delle quali occorreranno semmai separate azioni.

Una richiesta in senso lato cautelare proveniente dalla creditrice e indirizzata a questo giudice pare inammissibile, non provenendo dal debitore, né il giudice designato per la conferma delle misure protettive ha potere giurisdizionale per stabilire l'alveo applicativo di quelli che sono i "beni o diritti sui quali viene esercitata l'attività di impresa", trattandosi di potere riservato al giudice destinatario della richiesta in sede ordinaria di tipo cautelare o esecutivo, che dovrà porsi il problema di operatività o meno della protezione generalizzata del patrimonio una volta che vi sia un effettivo contenzioso.

In caso di mancata restituzione spontanea delle autovetture da parte di

XXX la creditrice valuterà le relative iniziative cautelari e/o esecutive ove munita di titolo per la consegna delle cose mobili e solo in quella sede potrà valutarsi se si tratta di beni funzionali all'esercizio dell'attività aziendale o meno, venendo peraltro in gioco la tematica se si tratti o meno di contratti a prestazioni corrispettive ancora pendenti o meno ai sensi per gli effetti *ex art. 18 comma 5 CCII*, una volta che si sia accertato se la risoluzione sia intervenuta prima o dopo la pubblicazione dell'istanza *ex art. 18 comma 1 CCII*.

Non appare inoltre consentita a questo giudicante una limitazione oggettuale, selettiva per beni, res o diritti asseritamente da escludersi dalla protezione generalizzata del patrimonio, atteso che spetta soltanto all'imprenditore la selezione della richiesta per singoli soggetti creditori o specifiche azioni o iniziative intraprese da determinati creditori o loro categorie, ai sensi dell'*art. 18 comma 1 CCII*; la creditrice peraltro non ha richiesto di essere esclusa *tout court* per l'importo del suo credito o soggettivamente dall'alveo della protezione, anzi ha precisato nelle conclusioni di "...rimettersi al Tribunale, quanto al proprio credito commerciale, in ordine alla più generica conferma, o meno, delle misure protettive *erga omnes*.",

P.Q.M.

CONFERMA le misure protettive richieste nei confronti di tutti i creditori sociali di tutte le società del gruppo ricorrenti in epigrafe,
[...]

FISSA per tali misure protettive concesse il termine di durata di 120 (CENTOVENTI) giorni decorrenti dalla pubblicazione dell'istanza al registro delle imprese (4 settembre 2024);

DÀ ATTO che a far data dalla predetta pubblicazione dell'istanza i creditori interessati non possono acquisire diritti di prelazione se non concordati con l'imprenditore né possano iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari sul suo patrimonio o sui beni e sui diritti con i quali viene esercitata l'attività d'impresa, le prescrizioni rimangono sospese e le decadenze non si verificano;

AVVERTE che, ai sensi dell'*art. 18 comma 5 CCII*, creditori, ivi compresi le banche e gli intermediari finanziari, i loro mandatari e i cessionari dei loro crediti, nei cui confronti operano le misure protettive non possono, unilateralmente, rifiutare l'adempimento dei contratti pendenti, provocarne la risoluzione, anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell'imprenditore oppure revocare in tutto o in parte le linee di credito già concesse per il solo fatto del mancato pagamento di crediti anteriori rispetto alla pubblicazione dell'istanza di cui al comma 1 del medesimo *art. 18 CCII*;

AVVERTE che ai sensi di legge sono esclusi dalle misure protettive i diritti di credito dei lavoratori e che dal giorno della pubblicazione dell'istanza e fino alla conclusione delle trattative o all'archiviazione dell'istanza di composizione negoziata, ovvero fino alla revoca delle misure protettive, la

sentenza dichiarativa dell'apertura della liquidazione giudiziale o di accertamento dello stato di insolvenza non può essere pronunciata.

Si comunichi con urgenza a parte ricorrente, alle parti costituite tutte e all'esperta nominata Avv. XXX, a cura della Cancelleria, dando atto che la presente ordinanza deve essere pubblicata sempre a cura della cancelleria entro il giorno successivo al registro delle imprese.

Applicazione delle misure protettive e vaglio da parte del giudice della fattibilità in concreto dei piani di risanamento presentati dalle aziende in crisi nella fase preliminare della composizione negoziata al fine di evitare l'accertamento dello stato di insolvenza o la declaratoria di apertura della Liquidazione Giudiziale alla luce della ordinanza n. 9768 del Tribunale di Milano (di

GIORGIA VIGNA TAGLIANTI)

Con l'ordinanza n. 9768 del 28 ottobre 2024, il Tribunale di Milano ha trattato la questione delle misure protettive richieste nel corso della procedura di composizione negoziata, essenziali per consentire alla società di negoziare con i creditori ed attuare strategie di risanamento senza subire pressioni dovute ad eventuali azioni esecutive o cautelari, che potrebbero compromettere il successo delle trattative, dal cui buon esito dipende la possibilità di evitare l'apertura della liquidazione giudiziale o l'accertamento dello stato di insolvenza.

Nella suddetta ordinanza si possono rilevare alcuni punti salienti, in particolare, il superamento del paradigma dell'insolvenza quale elemento ostativo alla composizione negoziata, il rapporto tra le misure protettive ed il bilanciamento degli interessi tra le esigenze dell'imprenditore e quelle dei creditori, la loro validità *erga omnes*, il ruolo centrale dell'esperto in qualità di soggetto chiamato, attraverso i test pratici, a valutare concretamente la percorribilità del piano di risanamento e della continuità aziendale prolungata nel tempo, la valutazione del giudice in merito al *fumus boni iuris* ed al *periculum in mora*, nonché l'importanza della collaborazione in buona fede tra le parti coinvolte, tutti temi tra loro interconnessi.

Con riferimento alla questione dell'insolvenza, la sentenza in commento accoglie un orientamento ormai consolidato che la considera un elemento compatibile con l'accesso alla composizione negoziata. A riguardo si è chiaramente espresso in precedenza il Tribunale di Bologna, citato anche nella pronuncia in commento, secondo il quale *“l'insolvenza della società non esclude la possibilità di accesso a tale percorso in quanto: (i) in punto di adeguatezza delle misure per la rilevazione della crisi, l'art. 3, comma 4,*

considera segnali per la previsione tempestiva della crisi elementi che già denotano un'insolvenza" ⁽¹⁾.

Il Tribunale di Milano, richiamando il suddetto precedente del Tribunale di Bologna, ha confermato, quindi, che lo stato di insolvenza non preclude l'accesso alla composizione negoziata, né la conferma delle misure protettive, purché l'insolvenza risulti reversibile mediante interventi di risanamento, esistano elementi concreti di risanabilità ed il piano preveda interventi idonei al ripristino della solvibilità. Tale interpretazione viene sorretta dal cd. "correttivo Ter" introdotto con il d. lgs. 136/2024, con il quale il legislatore ha inteso porre l'accento sulla tempestiva emersione dei segnali che denotano l'insolvenza accostando al presupposto della crisi quello dell'insolvenza.

È convincimento del Giudice del Tribunale di Milano, inoltre, che, in primo luogo il procedimento di conferma delle misure protettive non debba avere ad oggetto l'accertamento dei crediti, ma divenga essenziale invece la valutazione, anche attraverso un giudizio prognostico sorretto dal parere dell'esperto all'uopo nominato, della buona riuscita del piano di risanamento analizzato alla luce delle diverse e contrapposte esigenze coinvolte ⁽²⁾.

A tale riguardo viene anche richiamata un'ordinanza del medesimo Tribunale di Milano II sezione del 17 settembre 2022, giudice est. Dr. S. Rossetti, R.G. V.G. 10909/2022 nella quale si legge che *"le deduzioni dei creditori in ordine all'ammontare del credito sono inconferenti ai fini dell'odierna decisione, atteso che [...] il procedimento per la concessione delle misure protettive (i) non ha in alcun modo ad oggetto l'accertamento di crediti, ma mira solo a stabilire, sul presupposto di una concreta prospettiva di risanamento, se, al fine di proseguire le trattative, sia necessario l'adozione di misure protettive e cautelari, eventualmente indicandone i limiti [...]"*.

In aderenza alla suddetta interpretazione nell'ordinanza in questione si

⁽¹⁾ Cfr. sent. Tribunale di Bologna, est. Maurizio Atzori, 6 novembre 2022, in *Diritto della Crisi*, e cfr. anche Tribunale di Roma sentenza n. 12333/2022 del 10 ottobre 2022 che ha ammesso alla composizione negoziata un'impresa in stato di insolvenza purché tale condizione appaia in concerto reversibile.

Cfr. anche d.lgs. n.136/2024 cd. "correttivo *ter*" con il quale si sono ampliate le condizioni per l'accesso alla composizione negoziata della crisi, inserendo al comma 1 dell'art. 12 dopo le parole « quando si trova » le seguenti: « nelle condizioni di cui all'art. 2 comma 1 lettera *a* e *b* », inserendo cioè il concetto di crisi ed insolvenza.

⁽²⁾ Orientamento largamente condiviso dalla giurisprudenza di merito, in proposito cfr. Tribunale di Firenze, decreto del 29 dicembre 2021, R.G. VG n. 16631/21: *"Ritenuto che, sulla base delle informazioni fino a questo momento a disposizione e del citato parere dell'esperto, sussista con riferimento alla società ricorrente una ragionevole probabilità di perseguire il risanamento e che le misure protettive prodottesi fin dal momento della pubblicazione dell'istanza nel registro delle imprese — divieto per tutti i creditori di acquisire diritti di prelazione se non concordati nonché di iniziare o proseguire azioni esecutive e cautelari — e di cui oggi si chiede la conferma, siano strumentali al buon esito delle trattative, ni procinto di essere avviate, trattative che potrebbero essere pregiudicate da iniziative individuali dei creditori così precludendo il piano di risanamento"*; cfr. anche Trib. Milano, 17 gennaio 2022, in *www.ilcaso.it*, secondo il quale, in sede di conferma o modifica delle misure protettive, il Tribunale è tenuto a verificare, nel contraddittorio fra l'esperto e i creditori concretamente incisi dalle stesse, l'esistenza di una ragionevole probabilità di perseguire il risanamento; e Trib. Viterbo, 14 febbraio 2022, in *www.dirittoellacrisi.it*, che ha negato la conferma delle misure protettive in presenza di un marcato disequilibrio economico /finanziario.

legge che occorre procedere con un giudizio fattuale che tenga conto del contemperamento tra le opposte esigenze ossia tra *“la tutela della continuità imprenditoriale e l’interesse economico confliggente del singolo creditore che non necessariamente corrisponde all’interesse della massa”* al termine del quale il giudice di merito ha ritenuto che *“non può negarsi oggi la conferma generalizzata ed erga omnes delle misure protettive”*.

Infatti, la giurisprudenza ha affrontato il tema dell’ammissibilità e dell’estensione delle misure protettive non giungendo sempre alle medesime conclusioni. Mentre il Tribunale di Firenze, con decreto del 29 dicembre 2021, ha confermato la possibilità di applicare misure protettive con efficacia *erga omnes*, non limitandole a specifici creditori, altro orientamento, invece, ha ritenuto che tali misure debbano essere circoscritte ai creditori che hanno manifestato concretamente l’intenzione di agire contro il patrimonio del debitore ⁽³⁾ e la pronuncia in commento assume una posizione netta conforme al primo orientamento.

Le misure protettive possono dunque, secondo il Tribunale di Milano, essere confermate quando *“(i) il tribunale si convince che esiste una ragionevole probabilità di perseguire il risanamento (fumus boni iuris) e quando (ii) il tribunale reputa che le misure, nella gradazione necessaria, siano funzionali a raggiungere quel risultato, sicché la loro assenza potrebbe pregiudicare il risanamento aziendale (periculum in mora)”*.

La reale fattibilità del piano di risanamento aziendale dovrebbe quindi passare attraverso il vaglio dei dati ricavabili dalle relazioni degli esperti e basate su test pratici, nell’ottica di scongiurarne la funzione puramente dilatoria, ma di perseguire, invece, il tempestivo risanamento dell’azienda; nel caso in esame il giudice di merito ha valutato in che modo il piano di risanamento presentato potesse ritenersi realistico ed attuabile, ed al contempo, se, in concreto, la mancata adozione delle misure richieste potesse creare un danno alla continuità aziendale o al patrimonio.

Ulteriore elemento enfatizzato dal giudice milanese è la necessità che tutte le parti collaborino secondo buona fede *ex art. 16 VI comma CCII*, tanto da affermare che *“Nel contemperamento tra opposte esigenze, ovvero la tutela della continuità imprenditoriale e l’interesse economico confliggente del sin-*

⁽³⁾ Cfr. Tribunale di Firenze, decreto del 29 dicembre 2021, R.G. VG n. 16631/21 in tale decisione, è stato precisato inoltre che, ai fini della conferma delle misure protettive, il decreto di fissazione dell’udienza deve essere notificato, oltre che all’esperto, ai creditori che hanno promosso azioni esecutive o cautelari o che hanno depositato ricorso per la dichiarazione di fallimento.

Contra Tribunale di Roma 3 febbraio 2022, Est. Ceccarini in *“Diritto della Crisi”*: In tema di composizione negoziata, nel procedimento per la conferma delle misure protettive *ex art 7 D.L. n. 118/2021*, non sono legittimati passivi, né il creditore istante il fallimento — che invero sconta un divieto *ex lege* di pronuncia della relativa declaratoria —, né l’intera massa dei creditori astrattamente in grado di promuovere azioni esecutive nei confronti del debitore; legittimati passivi sono, per converso, i soli creditori specificamente individuati dal ricorrente e concretamente limitati dalle misure richieste, ferma restando la possibilità di tutti gli altri di acquisire nuovi diritti di prelazione e di avviare nuove iniziative esecutive in costanza di percorso di composizione.

golo creditore che non necessariamente corrisponde all'interesse della massa — dovendosi ricordare che tutte le parti hanno il dovere di collaborare lealmente, secondo correttezza e buona fede, in modo sollecito con l'imprenditore e con l'esperta per la auspicabile buona riuscita della composizione negoziata”.

Sebbene la normativa sia relativamente recente e la giurisprudenza in materia sia ancora in fase di sviluppo, esistono già alcune pronunce che hanno affrontato il tema della correttezza delle parti nello svolgimento della procedura di composizione negoziata: tutte queste pronunce evidenziano come la giurisprudenza stia progressivamente delineando l'importanza dell'obbligo di correttezza e buona fede nella composizione negoziata della crisi, riconoscendo che tali principi sono essenziali per garantire l'efficacia delle trattative e il successo delle procedure di risanamento aziendale ⁽⁴⁾.

In conclusione, il caso in esame rappresenta un significativo esempio di come la composizione negoziata possa offrire una concreta alternativa alle procedure concorsuali tradizionali, valorizzando il ruolo dell'autonomia privata e della collaborazione tra gli attori coinvolti. Suddetta pronuncia si caratterizza per il suo approccio pragmatico alla composizione negoziata, e, più in generale, con riguardo alla crisi d'impresa, aderisce all'orientamento che attorno ad essa si sta sviluppando secondo il quale occorre passare da una logica sanzionatoria ad un modello connotato dalla collaborazione tra le parti ed orientato al recupero del valore aziendale. In tale ottica le misure protettive risultano essere uno strumento funzionale alle trattative, la cui conferma va valutata in base alla concreta perseguibilità del risanamento e non alla mera sussistenza dei crediti.

Giurisprudenza

Tribunale di Bologna, 6 novembre 2022 (est. Maurizio Atzori)

Tribunale di Firenze, decreto del 29 dicembre 2021

Tribunale di Roma 3 febbraio 2022, (Est. Ceccarini)

Tribunale di Venezia, 6 febbraio 2023

Corte d'Appello di Firenze, Sez. II civ., 21 marzo 2023

Siti Internet

<https://www.ilcaso.it>

<https://www.dirittodellacrisi.it>

⁽⁴⁾ Cfr. Tribunale di Venezia, 6 febbraio 2023: In questa decisione, il tribunale ha sottolineato l'importanza della buona fede nelle trattative, evidenziando che le misure protettive concesse nell'ambito della composizione negoziata mirano a creare un contesto favorevole al dialogo tra debitore e creditori, basato sulla reciproca fiducia e trasparenza e cfr. anche Corte d'Appello di Firenze, Sez. II civ., 21 marzo 2023: La corte ha ribadito che il rispetto dei principi di buona fede e correttezza è fondamentale per il buon esito della procedura di composizione negoziata, sottolineando che comportamenti contrari possono compromettere la possibilità di raggiungere un accordo soddisfacente per tutte le parti coinvolte.

MASSIME (*)

Composizione negoziata della crisi — Misure protettive — Accertamento dei requisiti — Pubblicazione numero di ruolo del procedimento — Omissione — Irrilevanza.

Poiché la pubblicazione del numero di ruolo del procedimento — successivamente al tempestivo deposito del ricorso con la richiesta della conferma delle misure protettive e la concessione di misure protettive atipiche e/o cautelari — ha efficacia di mera pubblicità, l'omissione di tale adempimento deve ritenersi una semplice irregolarità che può essere sanata senza che questo incida sull'efficacia delle misure protettive.

Tribunale di Firenze, 9 novembre 2024

* * *

Concordato semplificato — Parere dell'ausiliario — Funzione.

Il ricorso alla procedura di concordato semplificato è consentito solo se l'esperto, nella sua relazione finale, dichiara che le trattative si sono svolte secondo correttezza e buona fede e che non sono possibili le soluzioni idonee al superamento della situazione di crisi.

La caratteristica dell'istituto, posto a termine di un percorso di composizione, nella fase di valutazione di ammissibilità implica un raccordo del tribunale con la figura dell'esperto tramite l'acquisizione dei suoi pareri e relazioni.

Il parere dell'esperto deve infatti contribuire a fornire ai creditori una adeguata informativa in merito ai contenuti della proposta, al fine di consentire loro una razionale valutazione, e costituisce uno strumento conoscitivo cruciale per la valutazione del Tribunale in sede di omologazione del concordato.

Corte d'Appello di L'Aquila, 13 dicembre 2024

* * *

Regolazione della crisi — Comportamenti delle parti — Doveri di buona fede.

Con l'introduzione, nel panorama del diritto della crisi di impresa, del

(*) Massime a cura di Federica Cassese e Maddalena Arlenghi.

precetto della buona fede *ex art. 4 ccii*, il legislatore ha introdotto un principio generale già affermato dal codice civile con riferimento alla disciplina delle trattative, dell'interpretazione, dell'esecuzione e delle obbligazioni. In campo concorsuale la buona fede deve orientare il comportamento delle parti sia rispetto all'autorità giurisdizionale chiamata a prendere le decisioni del caso, sia nella contrapposizione delle posizioni reciprocamente ostili del debitore e del creditore.

Tribunale di Lariano, 15 dicembre 2024

* * *

Concordato minore — Indagine circa la diligenza nella causazione del sovraindebitamento — Rilevanza in ordina alla affidabilità del debitore — Sussistenza.

La valutazione del comportamento del debitore ha rilievo non solo nel piano del consumatore (L. 3/2012) ma in tutte le procedure di composizione della crisi da sovraindebitamento, in quanto le cause del sovraindebitamento incidono sulla fattibilità del piano sotto il profilo dell'affidabilità del proponente.

Tribunale di Ferrara, 27 dicembre 2024

* * *

Concordato preventivo — Con riserva — Misure cautelari — Atipiche e protettive — Funzioni.

Sia le misure cautelari atipiche che le misure protettive — concesse in sede di cognizione sommaria e sempre revocabili o modificabili nel corso del procedimento — devono essere strumentali alla salvaguardia dell'azienda e del suo patrimonio, nella prospettiva finalistica della tutela della *par condicio* e della maggior soddisfazione della massa, per cui le misure cautelari atipiche possono avere anche carattere inibitorio purché strumentali alla tutela del patrimonio.

Tribunale di Bari, 3 gennaio 2025

* * *

Liquidazione giudiziale — Super società di fatto — Contratto di rete — Estensione — Legale della società.

“La esistenza di una società di fatto tra le persone giuridiche e fisiche alle

quali è stata estesa la procedura di liquidazione giudiziale quali soci di fatto della stessa sulla base dell'identità dell'oggetto sociale, della sede legale, dell'ampio intreccio di partecipazioni di quote societarie e l'esercizio in comune di una medesima attività economica, non può desumersi dalla rilevata esistenza di plurimi ruoli rivestiti dalle persone fisiche convenute nella varie società in difetto di prova di una effettiva unicità della struttura gestionale e organizzativa.

In particolare, la esistenza di un contratto di rete tra alcune delle società non può essere utilizzata come prova della esistenza di una supersocietà di fatto occulta.

Infatti, il contratto di rete — disciplinato dal D.L. 5/2009 — è il contratto con cui più imprese collaborano fra loro per il perseguimento della finalità di accrescere, individualmente e collettivamente, la propria capacità innovativa e la propria competitività sul mercato, attraverso la acquisizione di commesse che singolarmente non avrebbero potuto assumere ed ottenere una maggiore visibilità sul mercato.

Si tratta, in altri termini, della possibilità per alcune imprese di collaborare al fine di essere semplicemente più competitive sul mercato senza ricorrere a strutture corporativistiche.

Tale contratto di rete risponde ai requisiti di forma e pubblicità prescritti per legge per renderlo conoscibile a terzi (proprio per scongiurare abusi dello strumento ovvero relazioni di “mero fatto”), in quanto esso è soggetto a iscrizione nel Registro delle Imprese presso cui è iscritto ciascun partecipante e l'efficacia del contratto inizia a decorrere da quanto è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni.

Non può essere considerato socio di fatto della società in liquidazione giudiziale il legale che abbia in momenti diversi difeso, nel corso di una procedura esecutiva, sia la debitrice esecutata, società di cui è stata dichiarata l'apertura della liquidazione giudiziale, sia l'aggiudicataria, in quanto la mera difesa giudiziale nel medesimo procedimento e in momenti diversi delle suindicate distinte società potrebbe al più soltanto costruire indizio di un eventuale interessi di gruppo fra le suindicate società ma non necessariamente una prova di un esercizio in comune di una medesima attività economica fra le stesse e né tanto meno una prova della qualità di socio di fatto eventualmente rivestita da detto avvocato (già socio della società), trattandosi di una mera attività professionale espletata su incarichi ricevuto di volta in volta dalle dette distinte società, difettando nel caso *de quo* la risultanza di rilevanti elementi tali da evidenziare o ingenerare nei terzi al convinzione della esistenza di un eventuale diretto e sostanziale interesse dell'avvocato quale socio della società rispetto ai risultati economici che avrebbero potuto derivare in capo alle dette società e dagli esiti della suddetta procedura esecutiva”.

Corte d'Appello di Napoli, 8 novembre 2024, n. 93

* * *

Composizione negoziata della crisi — Imprese in liquidazione — Misure protettive — funzionalità.

“Lo strumento di composizione negoziata della crisi è finalizzato a ristabilire un equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell’impresa e ad esso possono accedere quelle imprese che, pur essendo in crisi, abbiano realizzato il fine per cui erano state istituite e sono naturalmente destinate a sciogliersi.

I creditori interessati dalle misure protettive non possono unilateralmente, rifiutare l’adempimento dei contratti pendenti o provocarne la risoluzione, né possono anticiparne la scadenza o modificarli in danno dell’imprenditore per il solo fatto del mancato pagamento dei loro crediti anteriori rispetto alla pubblicazione dell’istanza di applicazione delle misure protettive”.

Tribunale di Milano, 23 maggio 2024

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO PENALE D'IMPRESA

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

*Corte di cassazione, Sez. VI Penale, 30 ottobre 2024
(dep. 10 dicembre 2024), n. 45280, Pres. Aprile, Rel. Giordano*

RITENUTO IN FATTO

1. La Corte di appello di Bari, con il decreto indicato in epigrafe, ha rigettato il ricorso proposto da Cu.Ru. e Pa.An., quale terza interessata, avverso il decreto del 22 marzo 2023 con il quale il Tribunale di Bari aveva disposto la confisca di beni (auto; orologi Rolex; rapporti di credito; polizze assicurative; titoli; denaro contante e altro) nei confronti di Cu.Ru. e Pa.An.

I giudici di merito hanno ritenuto accertata la pericolosità sociale del Cu.Ru. ai sensi degli artt. 1, lett. b) e 4, lett. c), D.Lgs. 159 del 2011, quale persona che, per la condotta e il tenore di vita, debba ritenersi viva abitualmente, anche in parte, con proventi dell'attività delittuosa, pericolosità accertata nel periodo che va dal 2011 al 2018.

2. Con i motivi di ricorso, sintetizzati ai sensi dell'art. 173 disp. att. cod. proc. pen. nei limiti strettamente indispensabili ai fini della motivazione:

2.1. Cu.Ru. denuncia:

2.1.1. violazione di legge sul giudizio di pericolosità sociale poiché la Corte territoriale ha valorizzato, ritenendosi suscettibili di integrare gli elementi di fatto dai quali sia possibile affermare che i reati ascritti al Cu.Ru. abbiano generato profitti illeciti integrando una condotta abituale e costituendo l'unica fonte di profitto:

a. la sentenza di assoluzione dal reato di cui all'art. 4 D.Lgs. n. 74 del 2000 (reato commesso il 27/09/2012), trascurando che si trattava di importi sottosoglia e, quindi, insuscettibili di integrare illecito penale e che, per essere ritenuto sintomatico di pericolosità sociale, avrebbe dovuto essere oggetto di puntuale accertamento;

b. la sentenza di assoluzione dal reato di bancarotta per distrazione,

valorizzando, viceversa, sulla base di una mera congettura, che il Cu.Ru. avesse percepito compensi per la falsificazione dei modelli F24.

In entrambi i casi la Corte non ha motivato la sussistenza degli elementi di fatto sulla scorta dei quali, in presenza di sentenza di assoluzione, ritenere sussistenti condotte suscettibili di illecito arricchimento. Ha valorizzato, altresì, una insussistente confessione del Cu.Ru. e le condotte ascrittegli per uno dei residui reati di bancarotta (quello di avere cagionato il fallimento di alcune società), condotta insuscettibile di creare proventi illeciti idonei a dare luogo alla fattispecie di pericolosità di cui all'art. 1, lett. b) cit., e, comunque, il comportamento processuale del Cu.Ru. poteva essere letto come idoneo ad incidere sul giudizio di pericolosità sociale;

c. sentenze di proscioglimento per prescrizione, trascurando che il decreto del Tribunale di Bari, che ne aveva valorizzato l'esito ed al quale la Corte di merito si era riportato, era privo di motivazione e richiama la motivazione, puramente apparente, della sentenza del 9 luglio 2021 del Tribunale di Foggia;

d. procedimenti penali pendenti, trascurando che il giudice della prevenzione non può limitarsi ad una mera compilazione delle pendenze ma deve analizzare i fatti suscettibili di creare illecito arricchimento;

e. la condanna del Cu.Ru. per i reati di cui all'art. 512-*bis* cod. pen. (intestazione fittizia) e riciclaggio (art. 648-*ter* cod. pen.), oggetto di condanna non irrevocabile, anche in tal caso limitandosi a dare atto della contestazione.

Quanto alle condanne irrevocabili rileva che queste hanno avuto ad oggetto contestazioni relative ai reati di cui agli artt. 10-*quater*, 3,4 e 8 D.Lgs. n. 74/2000 e art. 648-*ter* cod. pen. relative a condotte commesse negli anni 2016 e 2017, quindi inidonee a comprovare, nel più esteso perimetro temporale (dal 2011 al 2018), l'abitudine necessaria ai fini del giudizio di pericolosità. La Corte di appello, inoltre, ha trascurato la valenza sia della confessione degli addebiti, dilatandone la portata, che la concreta perimetrazione del giudizio di pericolosità, in ragione della quale, già in primo grado, era stata esclusa la illiceità delle operazioni economiche riferibili all'anno 2018, perimetrazione che condotto alla restituzione di alcuni beni.

2.2.2. violazione di legge in relazione alla perimetrazione temporale della pericolosità che, al più, andava limitata agli anni 2016 e 2017;

2.2.3. violazione di legge in relazione alla ritenuta sproporzione che la Corte, allineandosi alla ricostruzione del perito, ha ricostruito a partire dall'anno 2008 (e non dal 2010, secondo le giustificazioni documentali offerte dalla difesa) e trascurando che, con riferimento ai redditi evasi dal 2008 al 2012 il Cu.Ru. aveva regolarizzato, mediante conciliazione, il rapporto con il fisco. L'importo evaso (oltre otto milioni di euro) dà conto di lecite disponibilità, conseguite prima dell'insorgere della pericolosità, che si riflettono sulla legittimità dei singoli acquisti e, in particolare:

— sui rapporti di credito Pa.An., relativi a fondi comuni accesi nel 1999;

- sulla polizza accesa dalla Pa.An. nel 2013;
 - sulla provvista di assegni circolari datati 4 maggio 2018, intestati al figlio, Cu.Ro., ma provenienti da polizza accesa nell'anno 2014;
 - sui vaglia circolari intestati a Ga.An., emessi tra il 14 e il 16 maggio 2018 che costituiscono mero reinvestimento di denaro e polizze risalenti agli anni 2009-2011 e 2014, e già oggetto dell'imputazione, tuttora pendente, di cui all'art. 512-*bis* cod. pen.;
- [omissis]

CONSIDERATO IN DIRITTO

1. Il decreto impugnato deve essere annullato nei confronti di Pa.An. nonché, limitatamente alla perimetrazione cronologica della pericolosità sociale, nei confronti di Cu.Ru., con rinvio per nuovo giudizio alla Corte di appello di Bari.

Il ricorso del Cu.Ru. è, nel resto, inammissibile.

2. Il tema proposto dal Cu.Ru. con il primo e secondo motivo di ricorso attiene al giudizio di pericolosità sociale cd. generica e alla sua perimetrazione temporale, temi che sono, all'evidenza, strettamente connessi.

Come noto con l'arresto Sez. U. Spinelli del 2015 si è definitivamente affermata l'opzione interpretativa per cui risulta irrinunziabile, a fini di valida emissione del provvedimento di confisca, la ricostruzione preliminare dei profili di pericolosità soggettiva tali da consentire la constatazione argomentata della correlazione temporale tra condotte *contra legem* del soggetto ed incremento patrimoniale confiscabile.

Si è osservato che [...] la pericolosità sociale, oltre ad essere presupposto ineludibile della confisca di prevenzione, è anche misura temporale del suo ambito applicativo; ne consegue che, con riferimento alla c.d. pericolosità generica, sono suscettibili di ablazione soltanto i beni acquistati nell'arco di tempo in cui si è manifestata la pericolosità sociale, mentre, con riferimento alla c.d. pericolosità qualificata, il giudice dovrà accertare se questa investa, come ordinariamente accade, l'intero percorso esistenziale del proposto, o se sia individuabile un momento iniziale ed un termine finale della pericolosità sociale, al fine di stabilire se siano suscettibili di ablazione tutti i beni riconducibili al proposto ovvero soltanto quelli ricadenti nel periodo temporale individuato.

Il giudice del merito è tenuto, in caso di confisca, non soltanto a ricostruire le specifiche condotte indicative dell'inquadramento del soggetto nella categoria tipica di pericolosità ma anche a delimitare in chiave storica il periodo caratterizzato dalla attitudine alla produzione di reddito illecito, escludendo dall'area di possibile intervento ablatorio gli acquisti verificatisi in momenti antecedenti, proprio in quanto "non ricadenti" in tale ambito temporale.

La Corte Costituzionale, con la sentenza n. 24 del 2019 ha chiarito cosa

debba essere accertato e come debbano essere intese le “fattispecie di pericolosità generica” — disciplinate dall’art. 1, lettere *a*) e *b*), del D.Lgs. n. 159 del 2011. “L’aggettivo ‘delittuoso’, che compare sia nella lettera *a*) che nella lettera *b*) della disposizione, deve essere interpretato nel senso che l’attività del proposto debba caratterizzarsi in termini di ‘delitto’ e non di un qualsiasi illecito (Corte di cassazione, Sez. 1, n. 43826 del 19/04/2018; Sez. 2, n. 16348 del 23/03/2012), dovendosi escludere che ‘il mero *status* di evasore fiscale’ sia sufficiente a fondare la misura, ben potendo l’evasione tributaria consistere anche in meri illeciti amministrativi (Sez. 5, n. 6067 del 6/12/2017, n. 6067; Sez. 6, n. 53003 del 21/09/2017)”. Ha chiarito la Corte costituzionale, inoltre, che “l’avverbio ‘abitualmente’, che pure compare sia nella lettera *a*) che nella lettera *b*) della disposizione, deve essere letto nel senso di richiedere una ‘realizzazione di attività delittuose... non episodica, ma almeno caratterizzante un significativo intervallo temporale della vita del proposto” (Cass., n. 31209 del 2015), in modo che si possa “attribuire al soggetto proposto una pluralità di condotte passate” (Sez. 1, n. 349 del 15/06/2017), talora richiedendosi che esse connotino “in modo significativo lo stile di vita del soggetto, che quindi si deve caratterizzare quale individuo che abbia consapevolmente scelto il crimine come pratica comune di vita per periodi adeguati o comunque significativi” (Sez. 2, n. 11846 del 19/01/2018).

“Il riferimento ai ‘proventi’ di attività delittuose, di cui alla lettera *b*) della disposizione censurata, viene poi interpretato nel senso di richiedere la ‘realizzazione di attività delittuose che... siano produttive di reddito illecito’ e dalle quali sia scaturita un’effettiva derivazione di profitti illeciti”.

Ne consegue che ai fini dell’applicazione della previsione di cui alla lettera *b*) dell’art. 1 D.Lgs. n. 159 cit., il giudice del merito deve individuare sia la perimetrazione cronologica della pericolosità sociale, al fine di sostenere la correlazione temporale tra pericolosità ed acquisto dei beni e deve, inoltre, accertare che si tratti di attività delittuose capaci di produrre reddito e che non si tratti di condotte genericamente devianti o denotanti un semplice avvicinamento a contesti delinquenziali.

La individuazione del *dies a quo*, comporta che il giudice proceda a ricostruire l’entità, la valenza, l’effettiva derivazione di profitto illecito, la capacità di denotare serialità e dunque l’attitudine dei reati ad integrare una sequenza suscettibile di determinare l’acquisizione di un profitto illecito.

In sintesi si è affermato che, in tema di misure di prevenzione, alla luce della sentenza della Corte costituzionale n. 24 del 2019, le “categorie di delitto” legittimanti l’applicazione di una misura fondata sul giudizio di c.d. pericolosità generica, ai sensi dell’art. 1, comma 1, lett. *b*), del D.Lgs. n. 159 del 2011, devono presentare il triplice requisito — da ancorare a precisi elementi di fatto, di cui il giudice di merito deve rendere adeguatamente conto in motivazione — per cui deve trattarsi di delitti commessi abitualmente, ossia in un significativo arco temporale, che abbiano effettivamente generato profitti in capo al proposto e che costituiscano, o abbiano costituito in una determinata epoca, l’unica, o quan-

tomeno una rilevante, fonte di reddito per il medesimo (Sez. 5, n. 182 del 30/11/2020, dep. 2021, Zangrillo, Rv. 280145 - 03).

3. Il decreto impugnato descrive le attività economiche e professionali di Cu.Ru., commercialista e titolare di uno studio che si occupava della gestione della contabilità di alcune società, anche in M oltre che a F, città in cui si occupava della gestione e amministrazione del patrimonio proprio e della famiglia, costituita dalla moglie divorziata, Pa.An., con la quale era, poi, intervenuta riappacificazione, dal figlio Cu.Ro., dal fratello Ni. e dalla madre, Ga.An., cioè i terzi interessati che si erano costituiti in appello, attraverso la gestione di numerosi investimenti. Fra i terzi interessati, solo Pa.An. le ha impugnato la decisione della Corte di appello di bari.

Le conclusioni alle quali la Corte di appello è pervenuta con riferimento alla pericolosità sociale di Cu.Ru., negli anni 2015, 2016, 2017 e 2018 sono ineccepibili e si fondano sulle intervenute condanne di questi per i reati di cui agli artt. 3 e 10 D.Lgs. n. 74 del 2000, reati commessi negli anni 2015, 2016 e 2017, nonché concorso nel fallimento doloso di alcune società (artt. 110, 217, R.D. 16 marzo 1942, n. 267, c.d. legge fallimentare), dichiarate fallite a partire dal 10 agosto 2017 al 19 aprile 2018.

[omissis]

4. Le argomentazioni della Corte territoriale — esaminate nello spettro del vizio di violazione di legge che, come noto, regola i poteri della Corte di Cassazione in materia — risultano in linea con le coordinate normative e con i principi giurisprudenziali innanzi descritti e valorizzano gli elementi che collegano il giudizio di pericolosità sociale del Cu.Ru. alle condanne riportate, concretizzando, così, la necessità di collegamento alla condanna per delitti, richiesta dall'art. 1, comma 1, lett. b), del D.Lgs. n. 159 cit. nella necessaria lettura tassativizzante del presupposto dell'applicazione della misura di prevenzione.

[omissis]

5. A diversa conclusione deve, invece, pervenirsi con riguardo ai presupposti ed alla perimetrazione temporale della pericolosità sociale del Cu.Ru. negli anni dal 2011 al 2014, *[omissis]*

Si tratta di procedimenti (pag. 19 del decreto) tutti e ciascuno valorizzati per concludere nel senso della perimetrazione temporale della pericolosità sociale fin dall'anno 2011, con effetti rilevanti anche sul giudizio di "sproporzione" (pag. 21 e ss. del decreto).

Sono, dunque, convergenti nel delineare il giudizio della Corte di appello sulla perimetrazione temporale della pericolosità sociale del Cu.Ru. sia i fatti che sono a base della intervenuta sentenza di assoluzione (punto a) che i fatti oggetto dei processi o procedimenti pendenti, situazioni che, ai fini dell'analisi dei motivi di ricorso, comportano percorsi argomentativi diversi e rispetto ai quali, per le ragioni di seguito indicate, le valutazioni della Corte di appello

non risultano coerenti con le regole che, in materia, governano l'accertamento della pericolosità sociale.

6. La Corte di merito si è determinata ad attribuire rilevanza, ai fini del giudizio di pericolosità sociale, alla sentenza di assoluzione del Tribunale di Foggia del 21 dicembre 2015 (irrevocabile il 6 maggio 2016), in relazione al delitto di cui all'art. 4, del D.Lgs. n. 74 del 2000 (relativo a condotte tenute nella dichiarazione di imposta relativa al 2011, presentata nel 2012) facendo applicazione della *regula iuris*, espressamente richiamata in motivazione, secondo cui in tema di misure di prevenzione, il giudice, attesa l'autonomia tra processo penale e procedimento di prevenzione, può valutare autonomamente i fatti accertati in sede penale, al fine di giungere ad un'affermazione di pericolosità generica del proposto *ex art. 1, comma 1, lett. b)*, D.Lgs. 6 settembre 2011, n. 159, non solo in caso di intervenuta declaratoria di estinzione del reato o di pronuncia di non doversi procedere, ma anche a seguito di sentenza di assoluzione ai sensi dell'art. 530, comma 2, cod. proc. pen., ove risultino delineati, con sufficiente chiarezza e nella loro oggettività, quei fatti che, pur ritenuti insufficienti — nel merito o per preclusioni processuali — per una condanna penale, possono, comunque, essere posti alla base di un giudizio di pericolosità (Sez. 2, n. 15704 del 25/01/2023, Ruffini, Rv. 284488).

Centrale in tale prospettiva esegetica è la regola della “valutazione autonoma” del giudice della prevenzione nel valutare fatti, documenti, testimonianze, intercettazioni emerse dal processo penale e, quindi, con esiti divergenti e anche antitetici, rispetto alla valutazione di quegli stessi elementi effettuata dal giudice penale, tanto sulla base del diverso *standard* probatorio tra processo penale (prova) e procedimento di prevenzione (indizi).

[omissis]

10. Ritiene il Collegio che debba darsi continuità all'orientamento secondo cui il giudice della prevenzione, in sede di verifica della pericolosità generica del soggetto proposto per l'applicazione di misura ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. b) D.Lgs. 6 settembre 2011, n. 159, non può ritenere rilevanti, in base al principio della “valutazione autonoma”, fatti per i quali sia intervenuta sentenza definitiva di assoluzione.

Tale soluzione interpretativa appare viepiù condivisibile perché in linea con il principio della presunzione di innocenza, direttamente desumibile dall'art. 6 par. 2, C.E.D.U.

La Corte Edu ha affermato in plurime sentenze che “il principio della presunzione di innocenza sancito dal paragrafo 2 dell'articolo 6 figura fra gli elementi del processo equo richiesto dal paragrafo 1 della stessa disposizione (Kamasinski c. Austria, 19 dicembre 1989, par. 62, serie A n. 168) e che esso non si limita a una semplice garanzia procedurale in materia penale. La sua portata è più ampia ed esige che nessun rappresentante dello Stato o di un'autorità pubblica dichiarare che una persona è colpevole di un reato prima

che la sua colpevolezza sia stata accertata da un Tribunale” (Allenet de Ribemont c. Francia, 10 febbraio 1995, parr. 35-36, serie A n. 308; Viorel Burzo c. Romania, nn. 75109/01 e 12639/02, par. 156, 30 giugno 2009; Moullet c. Francia (dee.), n. 27521/04, 13 settembre 2007) (Corte Edu, 14 gennaio 2014, Stefanelli c/ Italia).

[omissis]

Ciò premesso, la Corte Edu ha rilevato che allo scopo di garantire effettività al diritto garantito dall'art. 6 par. 2 C.E.D.U. occorre “evitare che i soggetti che hanno beneficiato di un’assoluzione o di una sospensione delle imputazioni vengano trattati da pubblici ufficiali o autorità come se fossero effettivamente colpevoli del reato loro imputato (Alien, sopra citata, par. 94)” (par. 84).

[omissis]

In sintesi, presunzione di innocenza significa impedire che i soggetti che hanno beneficiato di un’assoluzione siano trattati da pubblici ufficiali o da altre autorità come se fossero di fatto colpevoli del reato di cui sono stati accusati: “la presunzione di innocenza esige che si tenga conto, in ogni procedimento successivo, di qualsiasi natura, del fatto che l’interessato non sia stato condannato” (par. 92 della sentenza Rigolio, cit.) e che in tale prospettiva, le espressioni utilizzate dall’autorità giudicante sono di fondamentale importanza (parr. 95 e 96).

È agevole rilevare, anche alla stregua della interpretazione tassativizzante dell'art. 1, comma 1, lett. b), D.Lgs. n. 159 cit. non solo che l'accusa nel procedimento penale e quella nel procedimento di prevenzione si fondano sulla medesima contestazione in fatto, in quanto entrambi i procedimenti presuppongono, in via diretta o indiretta, la responsabilità penale relativa ad un reato ma che, nel caso in cui proposto sia stato sottoposto a procedimento penale, la “condanna per delitto” costituisce il presupposto stesso dell'applicazione della misura di prevenzione e, applicando lo stabile principio della Corte EDU ne deriva che una volta che una sentenza di assoluzione è diventata definitiva — anche se si trattasse di assoluzione con il beneficio del dubbio — non è solo lesivo del principio di non contraddizione dell'ordinamento assumere un fatto, negato dalla sentenza di assoluzione, come elemento indiziante ai fini del giudizio di pericolosità ma che è incompatibile con il principio di presunzione di innocenza, come innanzi ricostruito, che decisioni giudiziarie successive disconoscano, deliberatamente, il precedente proscioglimento dell'accusato.

Ne consegue, facendo applicazione dei principi fin qui enunciati, che non possono, essere valutate ai fini della riconducibilità del proposto alla categoria tipica di riferimento quelle condotte che il giudice penale nell'esercizio della sua funzione cognitiva ha ritenuto non conformi al tipo o addirittura insistenti nella loro dimensione fattuale o giuridica e che nel caso in esame, non può essere assunto a base della valutazione del giudice della prevenzione, il contenuto della sentenza del Tribunale di Foggia del 21 dicembre 2015

(irrevocabile il 6 maggio 2016), con la quale il Cu.Ru. è stato assolto perché il fatto non è previsto dalla legge come reato in quanto gli importi evasi erano sotto soglia dal delitto di cui all'art. 4 del D.Lgs. n. 74 del 2000 (reato commesso il 27 settembre 2012, in relazione a condotte tenute nella dichiarazione di imposta relativa all'anno 2011).

[omissis]

12. Il decreto impugnato, si rivela, inoltre, gravemente carente, incorrendo nella motivazione inesistente, con riferimento all'apprezzamento dei procedimenti penali pendenti, valorizzati soprattutto ai fini della ricostruzione del requisito di sproporzione, e per i quali la Corte di merito si limita alla mera elencazione dovendo, invece, individuare gli elementi indiziari, sintomatici di pericolosità sociale del Cu.Ru. in relazione all'accertamento della sussistenza del fatto e della sua commissione da parte dell'imputato (così Corte Cost. sent. N. 24 del 2019).

[omissis]

13. Dalle considerazioni fin qui svolte, discende che la Corte di appello di Bari, facendo uso dei suoi poteri al riguardo, dovrà riesaminare, uniformandosi ai principi di diritto che si sono illustrati, la perimetrazione temporale del giudizio di pericolosità sociale di Cu.Ru. e, al fine di sostenere la correlazione temporale tra pericolosità ed acquisto dei beni, sulla base di specifici "elementi di fatto", che devono risultare dalla motivazione, riesaminare il tema della sproporzione tenuto conto, altresì, che, in presenza della cd. pericolosità generica, sono suscettibili di ablazione soltanto i beni acquistati nell'arco di tempo in cui si è manifestata la pericolosità sociale (Sez. U, n. 4880 del 26/06/2014, Spinelli, Rv. 262605), e, dunque, analizzando, con particolare riferimento ai rapporti di credito, alle polizze assicurative e ai vaglia circolari, la documentazione contabile che ne comprova il momento di acquisizione della provvista.

[omissis]

P.Q.M.

Annulla il decreto impugnato nei confronti di Pa.An. nonché, limitatamente alla perimetrazione cronologica della pericolosità sociale, nei confronti di Cu.Ru. con rinvio per nuovo giudizio alla Corte di appello di Bari. Dichiarà inammissibile nel resto il ricorso di Cu.Ru.

Misura di prevenzione patrimoniale, giudicato assolutorio e procedimenti pendenti. Un argine alla estensione temporale (e fattuale) del meccanismo presuntivo riferito alla pericolosità generica ex art. 1, lett. B), D.Lgs. n. 159/2011 (di ENRICO FASSI)

1. Introduzione.

Le misure di prevenzione, in particolare quelle patrimoniali, costituiscono uno snodo divenuto cruciale nella pratica applicativa, banco di prova sul quale si scontrano l'esigenza di politica criminale di disporre di un sistema più snello ed incisivo per colpire — anche dal punto di vista economico — illeciti accumuli di ricchezze da parte di soggetti ritenuti *pericolosi*, sovente appartenenti a contesti espressivi della criminalità organizzata, con il rispetto di necessarie guarentigie proprie del diritto penale, in quanto misure incidenti su diritti costituzionalmente tutelati dell'individuo ⁽¹⁾.

Il sistema normativo di riferimento, ossia il D.Lgs. n. 159/2011, finisce per individuare infatti categorie di soggetti ritenuti pericolosi (distinguendo a sua volta tra pericolosità *generica* e pericolosità *qualificata*), ai quali possono, tramite un procedimento presuntivo privo delle formalità proprie del processo penale, essere applicate misure da un lato personali, la cui incisività è via via scemata nel corso del tempo di fatto limitandosi alla sorveglianza speciale, e dall'altro lato reali, a partire dalla introduzione avvenuta con L. n. 646/1982, andando a colpire patrimoni che si sospetta — sulla base di elementi indiziari e di fatto — essere derivati da condotte illecite.

Anzi, come premesso, risultano proprio le misure reali quelle assurte a strumento particolarmente incisivo date le loro caratteristiche strutturali, *praeter o ante delictum*, o meglio, come si vedrà, *ante nova delicta*, scisse da un presupposto determinato quale la commissione di un fatto costituente reato — a differenza delle misure di sicurezza, compresa quella della c.d. confisca allargata, di cui all'art. 240-*bis* c.p., pur condividendone il giudizio basato sulla *pericolosità* del proposto — fondate nella sostanza su presunzioni, pur dovendo queste ultime, nella realtà pratica, trovare un necessario bilanciamento con il principio di legalità, in specie quale “*sufficiente precisione*” del precetto, così come con il principio della presunzione di innocenza di cui all'art. 27 Cost., a loro volta espressive di guarentigie riconosciute in ambito sovranazionale CEDU ⁽²⁾.

⁽¹⁾ La letteratura sul punto è particolarmente nutrita, si veda per un inquadramento storico dell'istituto, MANNA, *Natura giuridica delle misure di prevenzione: legislazione, giurisprudenza e dottrina*, in www.archiviopenale.it; PETRINI, *La prevenzione inutile*, Napoli, 1996. PADOVANI, *Misure di sicurezza e misure di prevenzione*, Pisa, 2014; LACCHÈ, *Uno sguardo fugace le misure di prevenzione in Italia tra ottocento e novecento*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, pp. 413 e ss.

⁽²⁾ MAUGERI, *I destinatari delle misure di prevenzione tra irrazionali scelte criminogene e il principio di proporzione*, in *Ind. pen.*, 2017, pp. 37 e ss.; MANNA, LASALVIA, “*Le pene senza*

L'interrogativo di fondo, ripetuto nel tempo, infatti, è quello correlato alla natura delle misure di prevenzione (anche) patrimoniali che, da sempre poste — anche per ragioni “storiche” — al di fuori del sistema penale strettamente inteso e collocate all'interno delle misure di polizia e di carattere amministrativo, hanno risentito più di recente dell'influsso derivante da fonti sovranazionali, le quali pur consapevoli della difficoltà intrinseca di inquadramento dell'istituto e della delicatezza dei valori in gioco, hanno poco alla volta — si ritiene anche nella sentenza in esame, questa volta in maniera più netta — ristretto i margini operativi di applicabilità degli strumenti oggi previsti dal D.Lgs. n. 159/2011⁽³⁾.

La stratificazione delle fonti poste a regolamentazione della materia, stretta tra il rispetto da un lato di vincoli costituzionali (richiamati anche dal giudice delle leggi, sul quale si tornerà nel prosieguo) e convenzionali e dall'altro lato a tendenze onnivore nella estrinsecazione empirica degli istituti da parte della giurisprudenza, soltanto in parte calmierate in sede applicativa con l'introduzione di requisiti temporali ai quali ancorare l'applicazione delle misure patrimoniali, ha condotto al risultato di definire contorni non sempre sufficientemente intelleggibili nella applicazione della stessa.

Gli sforzi legislativi per modellare un sistema almeno all'apparenza concluso hanno portato a delineare a propria volta sistemi definitivi connotati da ampi margini di discrezionalità da parte del singolo giudice, rimettendo all'interprete la perimetrazione degli elementi tipici del precetto, come tali oggetto di critica nel corso del tempo anche da parte della Corte Costituzionale, che ha in ogni caso sempre ritenuti conformi al dettato costituzionale le misure preventive, da ultimo con le sentenze nn. 24 e 25 — la prima delle quali richiamata nella decisione in commento, sulla quale dunque ci si soffermerà nel prosieguo — del 2019⁽⁴⁾, a loro volta sollecitate da una pregressa presa di posizione del 2017 della Grande Camera della Corte Europea (De Tommaso c. Italia)⁽⁵⁾.

La prima decisione citata, tuttavia, nell'individuare una “tassativa so-

delitto”: sull'inaccettabile “truffa delle etichette”, in *www.archiviopenale.it*. Si veda anche ELIA, *Libertà personale e misure di prevenzione*, Milano, 1962, oggi in *Studi di diritto costituzionale*, Milano, 2005, pp. 429 e ss.; PULITANÒ, *Misure di prevenzione e problema della prevenzione*, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 2017, pp. 637 e ss.; FILIPPI, *Il procedimento di prevenzione patrimoniale*, Padova, 2002.

⁽³⁾ Rispetto ad una incostituzionalità *tout court* del sistema, si veda l'opinione di FIANDACA, *Misure di prevenzione (profili sostanziali)*, in *D. disc. pen.*, Torino, VIII, 1994, pp. 111 e ss.

⁽⁴⁾ Se riguardo alla decisione del 2009 si tornerà *funditus* nel prosieguo, si veda anche Corte Cost., 22 dicembre 1980, n. 177 rispetto alla categoria dei c.d. “*proclivi a delinquere*”; CONTRAFATTO, *La sfera soggettiva di applicazione delle misure di prevenzione patrimoniale*, in *Le misure patrimoniali contro la criminalità organizzata*, BALSAMO, CONTRAFATTO, NICASTRO (a cura di), Milano, 2010, pp. 78 e ss.; FINOCCHIARO, *Due sentenze della Corte Costituzionale in tema di principio di legalità e misure di prevenzione a seguito della sentenza de Tommaso della Corte EDU*, in *www.dirittopenalecontemporaneo.it*.

⁽⁵⁾ PELLISSERO, *La fattispecie di pericolosità: i presupposti di applicazione delle misure e le tipologie soggettive i destinatari della prevenzione praeter delictum: la pericolosità da prevenire e la pericolosità da punire*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 2017, pp. 439 e ss.; BASILE, *Tassatività delle norme ricognitive della pericolosità nelle misure di prevenzione: Strasburgo*

stanziale” ed una “tassatività processuale” applicabile al sistema preventivo, ha dichiarato costituzionalmente illegittima l'applicazione della misura personale della sorveglianza speciale, così come di quelle patrimoniali del sequestro e della confisca, nei confronti delle persone individuate dall'art. 1, I, lett. a), D.Lgs. 159/2011 (che a sua volta aveva recepito l'art. 1, I, l. n. 1423/1956), nella parte in cui « *debbano ritenersi, sulla base di elementi di fatto, abitualmente dedite a traffici delittuosi* », per violazione del parametro interposto di cui all'art. 117 Cost., in relazione agli artt. 1 e 2 del Protocollo addizionale CEDU, nonché rispettivamente degli artt. 25 e 42 della Costituzione.

La seconda sentenza cennata ha invece dichiarato parzialmente illegittimo l'art. 75, I e II, D.Lgs. 159/2011, nella parte in cui sanziona penalmente la violazione delle prescrizioni di « *vivere onestamente* » e di « *rispettare le leggi* » imposte con la misura personale della sorveglianza speciale, in relazione agli artt. 25 e 117 Cost., quest'ultimo con riferimento all'art. 7 CEDU e art. 2 prot. 4 CEDU.

L'intricato quadro sottoposto all'attenzione della Cassazione si basa dunque sul sistema delineato dagli artt. 1, 4, 18 e 24 del D.Lgs. n. 159/2011, che definisce i destinatari delle misure di prevenzione, in particolare quella della confisca, come « [...] a) *coloro che debbano ritenersi, sulla base di elementi di fatto, abitualmente dediti a traffici delittuosi*; b) *coloro che per la condotta ed il tenore di vita debba ritenersi, sulla base di elementi di fatto, che vivono abitualmente, anche in parte, con i proventi di attività delittuose*; [...] », applicando così la misura ablatoria rispetto « *ai beni sequestrati di cui la persona nei cui confronti è instaurato il procedimento non possa giustificare la legittima provenienza e di cui, anche per interposta persona fisica o giuridica, risulti essere titolare o avere la disponibilità a qualsiasi titolo in valore sproporzionato al proprio reddito, dichiarato ai fini delle imposte sul reddito, o alla propria attività economica, nonché dei beni che risultino essere frutto di attività illecite o ne costituiscano il reimpiego* ».

Il rischio di evanescenza di un concetto quale la valutazione da condurre « *sulla base di elementi di fatto* » si combina con il connotato di *pericolosità* proprio del proposto, il quale tuttavia è sfumato nella pratica applicativa giacché, secondo l'art. 18, le misure di prevenzione personali e patrimoniali, ora applicabili disgiuntamente, possono condurre ad una imposizione delle seconde anche « *indipendentemente dalla pericolosità sociale del soggetto proposto per la loro applicazione al momento della richiesta della misura di prevenzione* », nonché altresì in caso di morte del soggetto attenzionato « [...] *In tal caso il procedimento prosegue nei confronti degli eredi o comunque degli aventi causa* [...] », ponendo dunque molteplici dubbi — poc'anzi soltanto cennati — di compatibilità con il sistema costituzionale in particolare rispetto agli artt. 13 e 42 Cost.

chiama, Roma risponde, in www.dirittopenalecontemporaneo.it. RIZZATO, Osservazioni a Corte europea dei diritti dell'uomo, data 23 febbraio 2017, in *Cass. pen.*, 2017, pp. 2076 e ss.

2. Il contesto fattuale rimesso alla valutazione della Corte di cassazione. Tra sentenze passate in giudicato ed indici di pericolosità presunti.

Per approfondire il percorso argomentativo seguito dalla Cassazione è senz'altro utile in questo caso precisare il contesto fattuale (e temporale) sotteso alla sentenza, importante per verificare l'attenzione posta dal Collegio agli sfuggenti principi che dovrebbero conformare la materia.

La Corte d'Appello di Bari, per quanto si ricava dalla decisione, aveva rigettato il 22 febbraio 2024 il ricorso del proposto — e della ex moglie del medesimo — avverso il decreto emesso il 22 marzo 2023 dal Tribunale di Bari, con il quale era stata disposta la confisca di beni mobili di proprietà del prevenuto, sulla base di una ritenuta pericolosità sociale *ex artt. 1, lett. b) e 4 D.Lgs. n. 159/2011*, motivata dalla esistenza di molteplici elementi dai quali ricavare il dato per cui lo stesso, per la condotta ed il tenore di vita, vivesse abitualmente con i proventi di attività delittuosa, accertata nel periodo intercorrente tra il 2011 ed il 2018.

Il ricorso per Cassazione del prevenuto si è concentrato sui seguenti profili:

i) violazione di legge *ex art. 606, I, lett. b), c.p.p.*, rispetto al giudizio di pericolosità sociale affermato dai giudici del merito, in quanto sarebbero stati considerati per tal fine, quali indicatori di reati che avrebbero generato profitti illeciti consentendo di improntare la propria vita — nel periodo selezionato — secondo una abitudine criminosa:

a. una sentenza di assoluzione per il reato di cui all'*art. 4 D.Lgs. n. 74/2000*, asseritamente commesso nel 2012, rispetto ad una condotta penalmente irrilevante in quanto collocata al di sotto della soglia di punibilità;

b. una sentenza di assoluzione per il reato di cui all'*art. 216, I, n. 1, L.F.*, rispetto alla quale sarebbe viceversa stata valorizzata una supposta condotta di falsificazione di modelli F24 dalla quale il proposto avrebbe percepito compensi così come una — per come si ricava dalla motivazione — insussistente confessione resa dallo stesso nell'ambito del giudizio; quali formanti invece privi di effettiva motivazione dalla quale ricavare una pericolosità del ricorrente, a maggior ragione in quanto accessori a provvedimenti assolutori, riguardo alla sussistenza di elementi indiziari di fatto dai quali trarre conferma della circostanza che il proposto avesse conseguito un indebito arricchimento;

c. delle sentenze di proscioglimento per intervenuta prescrizione in relazione a distinti fascicoli pendenti, valorizzate dal Tribunale di Bari e confermate dalla Corte distrettuale;

d. il mero dato numerico correlato a procedimenti penali pendenti avanti diverse AA.GG.; rispetto ai quali, ha osservato il ricorrente, il giudice della prevenzione non

potrebbe limitarsi alla loro (mera) elencazione per fondarne un giudizio di pericolosità del proposto;

e. una decisione di condanna ancora *sub iudice* per i delitti di cui agli artt. 512-bis e 648-ter c.p., per la quale ne era stata semplicemente dato atto della contestazione.

Sussistendo invece condanne divenute irrevocabili nei confronti del proposto, le stesse — correlate a condotte commesse nel biennio 2016-2017 — sarebbero risultate inidonee a provare la *pericolosità* del ricorrente in epoca precedente, dal 2011 e fino al 2018, così come la *abitualità* della condotta necessaria per il giudizio di pericolosità stesso per il primo segmento temporale, anche in rapporto alla avvenuta restituzione di taluni cespiti nel 2018 per operazioni economiche poste in essere in tale annualità oggetto di giudizi assolutori.

ii) violazione di legge ex art. 606, I, lett. b), c.p.p., in relazione al requisito temporale della pericolosità, per quanto visto da limitarsi, al più, agli anni 2016 e 2017;

iii) violazione di legge ex art. 606, I, lett. b), c.p.p., rispetto al requisito della sproporzione delle disponibilità patrimoniali del prevenuto nel periodo esaminato, giacché la Corte avrebbe omissso di considerare da un lato la regolarizzazione della propria posizione con l'Agenzia delle Entrate e dall'altro lato la sussistenza di evidenze documentali che avrebbero dimostrato come parte dei rapporti economici derivassero da lecite disponibilità conseguite prima dell'insorgere della pericolosità.

Per quanto di rilievo, anche la ex moglie del proposto, attinta dalla misura di prevenzione della confisca, ha proposto ricorso per Cassazione, denunciando la violazione di legge della Corte distrettuale riferita alla valutazione sulla ritenuta fittizietà delle disponibilità economiche della stessa, in quanto gli elementi offerti avrebbero in realtà dimostrato la liceità della origine delle disponibilità oggetto del provvedimento di confisca.

I proventi oggetto della misura patrimoniale, polizze assicurative e fondi comuni di investimento, per ciò, avrebbero avuto origine in un momento precedente alla emersione di un connotato di pericolosità della persona del proposto (per come dimostrato, anche nel 1999), come tali di natura lecita e per tale motivo doveva esserne disposta la restituzione all'avente diritto.

Anticipando le conclusioni, il collegio ha ritenuto fondato il motivo di ricorso della ex moglie del prevenuto, nonché parzialmente fondato il ricorso del proposto, rispetto al profilo della esatta perimetrazione cronologica del giudizio di pericolosità dello stesso anche avendo riguardo alla esistenza di giudicati assolutori in relazione a condotte viceversa valorizzate quali indicatori di pericolosità del ricorrente, rinviando alla Corte d'appello per un nuovo giudizio sul tema.

La decisione mostra invero di aver recepito alcuni spunti interpretativi riferibili alla misura preventiva patrimoniale della confisca, perimetrandone la portata applicativa dando atto di un contrasto giurisprudenziale esistente,

nell'intento di dotare la stessa di un minimo coefficiente di legittimità (anche) dal punto di vista del rispetto di taluni principi costituzionali, avvicinando per certi versi l'istituto alla materia penale, e tracciando le coordinate generali entro le quali dovrebbe muoversi il giudizio devoluto al giudicante.

Le stesse, per la Corte, risulterebbero quelle affermate dalla sentenza delle Sezioni Unite del 2015 (n. 4880 del 26 giugno 2014), seguita dalla decisione della Corte costituzionale n. 24 del 2019 (menzionata in premessa), completate dallo sforzo interpretativo — per giustificarne la rispondenza ai principi costituzionali al contempo escludendole dall'ambito penalistico strettamente inteso — derivante dalla giurisprudenza sovranazionale della Corte EDU.

Su tali direttrici generali, pertanto, deve ora rivolgersi l'attenzione.

3. Le Sezioni Unite Spinelli e l'individuazione di un coefficiente temporale di pericolosità del proposto.

Il primo riferimento effettuato dal Collegio sul tema centrale della perimetrazione dei requisiti della pericolosità *generica* e correlativamente della sua estensione temporale, viene compiuto con riguardo ad un precedente arresto delle Sezioni Unite della Cassazione⁽⁶⁾.

L'articolata decisione delle Sezioni Unite citata, infatti, pone taluni tasselli utili per l'inquadramento della materia, partendo dalla definizione di confisca disciplinata dal D.Lgs. n. 159/2011 (come modificata dal d.l. n. 92/2008 e dalla l. n. 94/2009), avente natura di misura di prevenzione, come tale equiparabile alle misure di sicurezza e dunque non soggetta alla applicazione del principio di irretroattività sancito dall'art. 25, II, Cost., bensì dalla regola del *tempus regit actum* dell'art. 200 c.p.⁽⁷⁾

In tale decisione le Sezioni Unite avevano infatti dato conto della sussistenza di due distinti orientamenti, il primo dei quali, assolutamente prevalente (e condiviso dalla Corte costituzionale), a partire dalla genesi storica di cui all'istituto previsto dalla l. n. 575/1965, ha sempre negato la natura sanzionatoria della confisca di prevenzione, essendo incompatibile la sua definitività con il relativo carattere preventivo, riconducendola piuttosto ad un c.d. *tertium genus* quale sanzione avente natura amministrativa equiparabile, quanto ad effetti concreti, alla misura di sicurezza prevista dall'art.

⁽⁶⁾ Cass., SS.UU., 26 giugno 2024, n. 4880, con commenti di DI LELLO FINUOLI, *Tutto cambia per restare infine uguale. Le Sezioni Unite confermano la natura preventiva della confisca ante delictum*, in *Cass. pen.*, 2015, pp. 3542 e ss.; MAUGERI, *Una parola definitiva sulla natura della confisca di prevenzione? Dalle Sezioni Unite Spinelli alla sentenza Gogitidze della Corte EDU sulla civil forfeiture*, in *Cass. pen.*, 2015, pp. 942 e ss.

⁽⁷⁾ Si veda anche MAZZA, *La decisione di confisca dei beni sequestrati*, in FURFARO (a cura di), *Misure di prevenzione*, Milano, 2013, pp. 481 e ss.

240, II c.p., giustificata dalla esigenza di eliminare dal circuito economico beni di origine criminale ⁽⁸⁾.

Il secondo orientamento, invece, introdotto da un precedente rimasto isolato della Cassazione ⁽⁹⁾, aveva ritenuto la confisca di prevenzione quale misura oggettivamente sanzionatoria, alla quale ricondurre pertanto il principio di irretroattività e la disciplina prevista nel campo della materia penale dalla giurisprudenza della Corte EDU nella interpretazione degli artt. 6 e 7 della CEDU, non consentendo dunque l'applicazione della ablazione patrimoniale a beni risalenti nel tempo ed in mancanza di un connotato di pericolosità sociale del prevenuto.

Le Sezioni Unite del 2015, in ogni caso, analizzato quanto emerso e dando atto del potenziale contrasto, avevano invero osservato come le novelle legislative succedutesi nel corso del tempo non avrebbero inciso sulla tradizionale fisionomia della confisca di prevenzione ⁽¹⁰⁾, scartando peraltro anche la definizione quale *tertium genus* tra le diverse "confische" esistenti, continuando ad assimilarla ad una misura di sicurezza e pertanto sottoposta alla applicazione dell'art. 200 c.p. (e non, come visto, dell'art. 2 c.p.) proprio perché volte a prevenire la realizzazione di ulteriori condotte costituenti reato — *i.e. ante nova delicta* — da parte del proposto ⁽¹¹⁾.

Nel riportare l'assunto poc'anzi sintetizzato, viene ribadito altresì come, in seguito alla abrogazione dell'art. 14 l. n. 55/1990 da parte del d.l. n. 92/2008, la misura di prevenzione patrimoniale della confisca si applicherebbe a tutte le ipotesi di pericolosità *generica*, con ciò equiparandole a quelle

⁽⁸⁾ Cass., SS.UU., 3 luglio 1996, n. 18; confermata da Cass., sez. I, 15 giugno 2005, n. 27433; Cass., sez. I, 9 novembre 2012, n. 12003; Cass., sez. II, 14 marzo 2012, n. 21894; si veda anche Corte cost. 8 ottobre 1996, n. 335, che ha affermato « *comporta conseguenze ablatorie definitive [...] e si distacca perciò dalla contingente premessa che giustifica tanto il sequestro quanto tutte le altre misure di carattere preventivo, valide allo stato, cioè subordinatamente al permanere della pericolosità del soggetto* »; per un commento risalente, COMUCCI, *Il sequestro e la confisca nella legge « antimafia »*, in Riv. it. dir. e proc. pen., 1985, pp. 85 e ss.; MAUGERI, *Le moderne sanzioni patrimoniali tra funzionalità e garantismo*, Milano, 2001, p. 528.

⁽⁹⁾ Cass., sez. V, 13 novembre 2012, n. 14044, con nota di MAUGERI, *La confisca di prevenzione ha natura "oggettivamente sanzionatoria" e si applica il principio di irretroattività: una sentenza storica?*, in www.penalecontemporaneo.it.

⁽¹⁰⁾ Riprendendo quanto affermato da una sentenza nelle more intervenuta, « *se nell'originario sistema di prevenzione patrimoniale lo stato di pericolosità del proposto avesse avuto un ruolo preponderante, tale che ora il ridimensionamento dovrebbe comportare un ripensamento complessivo di sistemazione dommatica e di definizione della disciplina, la confisca non avrebbe potuto strutturarsi con i caratteri dell'intervento ablatorio ordinariamente irreversibile — che ne hanno determinato l'inquadramento in un'autonoma categoria — ma avrebbe dovuto seguire, con il necessario connotato della provvisorietà, le evoluzioni del giudizio sulla posizione personale del proposto, venendo meno con la cessazione della di lui pericolosità sociale. Già questa osservazione elementare può essere sufficiente ad affermare che le novelle normative del 2008 e del 2009 non hanno determinato una radicale inversione di rotta nel disegno legislativo, ma hanno approfondito una tendenza che percorreva da tempo la materia, senza quindi comportare alcuna frattura con il sistema precedente* », Cass., sez. I, 17 maggio 2013, n. 39024.

⁽¹¹⁾ Dove viene rilevato che la *ratio* della intera disciplina è proprio quella di sottrarre definitivamente il bene al circuito economico di origine, per inserirlo in altro, esente dai condizionamenti criminali che caratterizzano il primo. Corte cost., n. 335, *cit.*

aventi pericolosità specifica, con opzione ermeneutica oggetto di critiche e rilievi da parte della dottrina⁽¹²⁾.

Requisiti imprescindibili per la relativa applicazione costituirebbero tuttavia:

— da un lato, l'accertamento della pericolosità sociale del proposto, « ossia la sua riconducibilità ad una delle categorie soggettive previste dalla normativa di settore ai fini dell'applicazione delle misure di prevenzione », ciò « in quanto la confisca disgiunta non è istituto che ha introdotto nel nostro ordinamento una diretta actio in rem, restando imprescindibile il rapporto tra pericolosità sociale del soggetto e gli incrementi patrimoniali da lui conseguiti », al momento dell'acquisto del bene, valorizzando pertanto la sussistenza di indici circa la passata attività criminale del prevenuto e la derivazione illecita degli incrementi patrimoniali, anche qualora sproporzionati rispetto a quanto risultante dalle dichiarazioni presentate, secondo una logica di « *pericolosità reale* » giustificata dalla loro origine⁽¹³⁾;

— dall'altro lato, la necessaria correlazione temporale tra pericolosità dell'agente e momento di acquisto del bene, ciò che servirebbe a dare corpo alla funzione preventiva della confisca di prevenzione⁽¹⁴⁾; ciò che ha pertanto indotto la Cassazione ad affermare che un connotato di pericolosità sarebbe invero immanente alla *res* qualora illecitamente acquisita.

Di tal che, per la applicazione della misura, « non si porrebbe neanche un problema di applicazione retroattiva della norma in quanto la pericolosità segna, infatti, la «misura temporale» dell'ablazione, al di là — per quanto si è detto — di ogni idea di irretroattività, che è ordinario connotato del dettato normativo, ma non certo di una qualità personale, che va dimensionata nel tempo e nello spazio ».

Proprio rispetto a tale profilo, per quanto rileva ai fini del presente commento, la Cassazione recepisce in parte il precedente arresto, ritenendo invece imprescindibile un accertamento relativo al coefficiente temporale di pericolosità del proposto, potendo essere sottoposti a misura preventiva soltanto i beni conseguiti, si assume illecitamente, nell'arco di tempo nel quale si è manifestata la pericolosità sociale, anche indipendentemente dalla perdurante pericolosità del soggetto interessato⁽¹⁵⁾.

⁽¹²⁾ MAUGERI, *Un'interpretazione restrittiva delle intestazioni fittizie ai fini della confisca misura di prevenzione tra questioni ancora irrisolte*, in *Cass. pen.*, 2014, pp. 256 e ss.; CONTRAFATTO, *La sfera soggettiva di applicazione delle misure di prevenzione patrimoniale*, cit., p. 75.

⁽¹³⁾ Cass., SS.UU., n. 4880, cit.; MAUGERI, *Un'interpretazione restrittiva delle intestazioni fittizie ai fini della confisca misura di prevenzione tra questioni ancora irrisolte*, cit., p. 260.

⁽¹⁴⁾ Cass., sez. II, 29 aprile 2014, n. 24276.

⁽¹⁵⁾ Accertamento che nel caso di pericolosità c.d. generica le Sezioni Unite n. 4880 non ritengono di particolare complessità, giacché « nell'individuazione dell'arco temporale di riferimento, trattandosi di determinare, sulla base di incontrovertibili parametri di riferimento (quali i precedenti penali e giudiziari, come nel presente giudizio), il periodo in cui si è manifestata l'abituale dedizione al delitto del proposto nell'ipotesi di pericolosità qualificata [...] ».

Ciò che permetterebbe di salvare il presupposto alla base della confisca di prevenzione, ossia la ragionevole presunzione che il bene sia stato acquisito con i proventi di una attività illecita ⁽¹⁶⁾, delineando l'applicazione del principio della presunzione di innocenza del soggetto attinto da una misura di tale tipologia attraverso il fisiologico esercizio del diritto di difesa, volto a contrario a dimostrare l'origine lecita del bene.

Soluzione che, come osservato, non eliminerebbe in ogni caso il problema relativo alla conformità dell'art. 200 c.p., applicabile alle misure di prevenzione, al principio di irretroattività sancito dall'art. 7 CEDU, in considerazione del carattere comunque punitivo che le misure di prevenzione (e di sicurezza) assumerebbero in base ai criteri dettati dalla Corte EDU (sui quali si tornerà *infra*) ⁽¹⁷⁾.

4. La Sentenza n. 24 del 2019 della Corte Costituzionale.

Il secondo riferimento compiuto dalla Cassazione, nel tentativo di definire gli elementi strutturali della confisca di prevenzione, viene riportato alla sentenza n. 24/2019 della Corte Costituzionale, citata nelle premesse ⁽¹⁸⁾.

In tale arresto il giudice delle leggi, ripercorrendo le più importanti tappe che hanno segnato l'istituto delle misure di prevenzione, scompone i formanti propri della disciplina della pericolosità delineata dall'art. 1, lett. a) e b), D.Lgs. n. 159/2011, definendo:

— l'aggettivo *delittuoso*, come letteralmente da intendere ricondotto ad un delitto e non invece ad una qualsiasi tipologia di illecito anche priva di rilevanza penale ⁽¹⁹⁾;

— l'avverbio *abitualmente*, quale realizzazione non episodica di condotte delittuose, caratterizzante un intervallo temporale della vita del proposto ⁽²⁰⁾;

— la direzione finalistica delle attività delittuose realizzate, volte a permettere il conseguimento di un reddito illecito da parte del proposto.

Di più, come anticipato nella parte introduttiva, il giudice delle leggi

⁽¹⁶⁾ Così che una confisca di prevenzione disposta in mancanza di un esame rispetto alla sussistenza di una correlazione temporale tra pericolosità del proposto e momento di acquisto del bene disinnescerebbe la presunzione di derivazione illecita della *res* e trasformerebbe le misure preventive in pene del mero sospetto e di carattere sanzionatorio, con conseguente violazione dei principi costituzionali in materia, di cui agli artt. 41 e 42 Cost., oltre che con l'art. 1, prot. 1, CEDU. Di LENA, *In tema di confisca per possesso ingiustificato di valori*, in *Ind. pen.*, 1999, pp. 122 e ss.

⁽¹⁷⁾ GRASSO, *Commento all'art. 200 c.p.*, ROMANO, GRASSO, PADOVANI (a cura di), *Commentario sistematico del codice penale*, Milano, III, 2011, pp. 455 e ss.

⁽¹⁸⁾ Sulla stessa, si vedano, MAIELLO, *La prevenzione ante delictum da pericolosità generica al bivio tra legalità costituzionale e interpretazione tassativizzante*, in *Giur. cost.*, 2019, 1, pp. 332 e ss.; PISANI, *Misure di prevenzione e pericolosità "generica", tra tassatività sostanziale e tassatività processuale*, in *Giur. cost.*, 2019, I, pp. 332C.

⁽¹⁹⁾ Richiamando in questo senso Cass., sez. V, 6 dicembre 2017, n. 6067; Cass., sez. VI, 21 settembre 2017, n. 53003.

⁽²⁰⁾ Come sostenuto da Cass., sez. I, 24 marzo 2015, n. 31209, seguita da Cass., sez. I, 15 giugno 2017, n. 349 e Cass., sez. II, 19 gennaio 2018, n. 11846.

delinea un passaggio ermeneutico ulteriore, ritenendo applicabile alle misure di prevenzione un principio di “*tassatività sostanziale*”, distinguendolo così dal contiguo principio di “*tassatività processuale*”, affermando come il primo permetterebbe di individuare l’oggetto della prova essendo afferente al comportamento materiale preso in considerazione dal legislatore, mentre il secondo riguarderebbe la misura dello *standard* probatorio richiesto nel procedimento disciplinato dal D.Lgs. n. 159/2011 ⁽²¹⁾.

Ciò, nell’intento di discernere con attenzione i rapporti tra misure di prevenzione e principio di legalità, tema particolarmente sentito, laddove la difficoltà pratica ed applicativa è sempre stata individuata nella necessità di pervenire ad un bilanciamento tra il concetto di accertamento rispetto alla commissione di un reato, rivolto dunque al passato, e la connotazione di pericolosità del proposto, proiettata verso il futuro o comunque da delimitare ad un determinato periodo temporale ⁽²²⁾.

La verifica circa il rispetto del principio di legalità — quale garanzia di precisione, determinatezza e tassatività degli elementi costitutivi della fattispecie che costituisce oggetto della prova demandata alla A.G. — induce così la Corte costituzionale ad affermare la compatibilità costituzionale della disposizione di cui all’art. 1, lett. b), qui in rilievo, osservando come successivamente alla sentenza della Corte EDU (De Tommaso c. Italia) ⁽²³⁾, risulterebbe possibile attribuire contorni sufficientemente precisi alla fattispecie, con ciò permettendo il rispetto del principio di prevedibilità delle conseguenze — personali e patrimoniali — cui l’agente potrebbe andare incontro in conseguenza delle sue azioni.

Soluzione, quella adottata, non scevra da osservazioni critiche, nelle quali si è ritenuto come l’espedito semantico utilizzato per affermare la compatibilità costituzionale dell’art. 1, lett. b), D.Lgs. n. 159/2011 non sarebbe in realtà dissimile da quello articolato per la contigua ipotesi di cui all’art. 1, lett. a), nel delineare i « *traffici delittuosi* », differenziandosi unicamente per la previsione della necessità di un accertamento circa i proventi delittuosi con i quali i soggetti “genericamente pericolosi” trarrebbero la propria fonte di sostentamento, ciò che avrebbe consentito e consentirebbe di connotare di un certo grado di *tassatività* la fattispecie salvandola dalle censure di incostituzionalità ⁽²⁴⁾.

⁽²¹⁾ È stato peraltro osservato come la ricostruzione delle due distinte tipologie di tassatività nell’ambito della pericolosità generica avrebbe potuto (o forse dovuto) far seguire la indicazione di una pregiudizialità necessaria tra procedimento penale e giudizio di prevenzione, alla luce della quale soltanto una determinata soglia probatoria acquisita nel primo giudizio potrebbe legittimare la applicazione della misura patrimoniale nel secondo. MAIELLO, *La prevenzione ante delictum da pericolosità generica al bivio tra legalità costituzionale e interpretazione tassativizzante*, cit., p. 338.

⁽²²⁾ PISANI, *Misure di prevenzione e pericolosità “generica”, tra tassatività sostanziale e tassatività processuale*, cit., p. 335.

⁽²³⁾ A sua volta confermata dalla giurisprudenza di legittimità successiva, Cass., sez. I, 19 aprile 2018, n. 43826, MENDITTO, *Misure di prevenzione e Corte europea, in attesa della Corte costituzionale*, in www.dirittopenalecontemporaneo.it.

⁽²⁴⁾ PADOVANI, *Misure di sicurezza e misure di prevenzione*, cit., p. 25. Essendosi rilevato

Rispetto all'art. 1, lett. b), D.Lgs. n. 159/2011, dunque, la modifica legislativa che ha ridefinito il precetto attraverso l'inserimento della locuzione « *vivere abitualmente, anche in parte, con i proventi di attività delittuose* » permetterebbe di individuare un significato preciso nella condotta di chi avrebbe commesso in un determinato arco di tempo delitti che hanno prodotto incrementi economici integranti l'unica o la principale fonte di reddito per il soggetto interessato⁽²⁵⁾.

Approdo, quello della Corte, che non eliminerebbe tuttavia profili di indeterminatezza a monte della fattispecie, lasciando aperti interrogativi rispetto al preciso connotato di *abitualità* al delitto nonché riguardo al *quantum* dei proventi criminosi nelle ipotesi nelle quali gli stessi non siano l'unica fonte di reddito del proposto nel periodo temporale preso in considerazione.

La Cassazione in commento, in ogni caso, recepisce anche l'approdo della Corte costituzionale, osservando come il giudice del merito dovrebbe individuare da un lato la perimetrazione cronologica — in termini il più possibile precisi — della pericolosità sociale rispetto al conseguimento della disponibilità del bene e dall'altro lato l'attività delittuosa che avrebbe prodotto il reddito, espungendo quelle non espressive di un significativo contesto criminale.

Coniugando le direttrici di partenza, il collegio riporta⁽²⁶⁾ dunque come, per i fini della applicazione della misura di prevenzione fondata sulla pericolosità generica del proposto, ex art. 1, lett. b), D.Lgs. n. 159/2011, debbono essere necessariamente presenti precisi indici di fatto riferibili a « *delitti commessi abitualmente, ossia in un significativo arco temporale, che abbiano effettivamente generato profitti in capo al proposto e che costituiscano, o abbiano costituito in una determinata epoca, l'unica, o quantomeno una rilevante, fonte di reddito per il medesimo* ».

5. Pericolosità generica e incidenza della sentenza assolutoria. Il contrasto giurisprudenziale esistente.

Ricostruite le direttrici generali all'interno delle quali inquadrare la (complessa) materia, il Collegio procede ad esaminare i diversi punti sui quali

tra l'altro come gli ulteriori requisiti tratteggiati dal giudice delle leggi, ossia la abitualità della condotta e l'esistenza di un profitto illecito quale unica o prevalente fonte di sostentamento dell'autore non avrebbero nulla a che vedere con il terzo concetto volto a delineare le tipologie di comportamento. MAIELLO, *La prevenzione ante delictum da pericolosità generica al bivio tra legalità costituzionale e interpretazione tassativizzante*, cit., p. 333.

⁽²⁵⁾ BASILE, *Tassatività delle norme ricognitive della pericolosità nelle misure di prevenzione: Strasburgo chiama, Roma risponde*, cit., p. 8.

⁽²⁶⁾ A sua volta confermando un precedente arresto, Cass., sez. V, 30 novembre 2020, n. 182. Si veda anche, Cass., sez. I, n. 31209, cit.; in senso difforme, invece, Cass., sez. II, 11 gennaio 2022, n. 4191.

i giudici del merito hanno fondato l'applicazione della misura di prevenzione patrimoniale nei confronti dei ricorrenti.

Il percorso è di particolare interesse nella misura in cui si evince un'attenzione della Cassazione alla esatta considerazione dei presupposti sui quali è stata basata la confisca di prevenzione nei confronti del prevenuto.

Se non vi sono dubbi, per quanto emerge dall'articolato motivazionale, rispetto alla connotazione di pericolosità sociale da attribuire al proposto per le annualità 2015-2018, giacché in tale periodo lo stesso risulta(va) interessato da diverse decisioni di condanna divenute irrevocabili, dalle quali viene dunque tratta l'indicazione rispetto al conseguimento di proventi illeciti — ritenendo superato il profilo concernente il *quantum* di essi da considerare indicativo per i fini *ex art. 1 D.Lgs. n. 159/2011* — a conclusioni diverse la Corte perviene con riferimento agli ulteriori indicatori utilizzati dal giudici di merito per fondare la pericolosità del medesimo.

Per la Cassazione, infatti, dalla presenza di plurime sentenze di condanna, definite in un certo arco temporale e per ciò espressive di una *abitualità* alla condotta illecita, dovrebbe conseguentemente trarsi la natura lucro-genetica dei delitti posti in essere, non tanto e non solo in quanto capaci di generare una rilevante fonte di reddito per l'interessato, quanto piuttosto secondo una connotazione che si caratterizzerebbe per una particolare ampiezza, « *che non si risolve nella nozione di profitto del reato e che è idonea a ricomprendere tutte le utilità economiche che sono collegate alla commissione del reato, quindi anche il corrispettivo che l'autore del reato abbia tratto prestandosi alla sua commissione* ».

Essendo quella precisata la situazione, le argomentazioni della difesa si risolvevano dunque in considerazioni valutate come assertive, inidonee a scardinare la prova fornita dall'ufficio procedente circa l'origine illecita dei beni staggiti, per superare la quale, in conformità al dettato normativo — quantomeno dalla modifica introdotta con l'art. 10 d.l. n. 92/2008, recepita dal D.Lgs. n. 159/2011 — alla difesa incombe un particolare onere di allegazione circa la lecita provenienza delle disponibilità oggetto di attenzione ⁽²⁷⁾.

Secondo la Cassazione, confermando così gli orientamenti precedenti, rimarrebbe ferma la portata dell'apporto probatorio richiesto all'ufficio procedente, e specularmente, lo sforzo dimostrativo a discarico imposto alla difesa per giustificare la provenienza legittima dei beni ⁽²⁸⁾.

A conclusioni opposte il Collegio perviene invece rispetto alla valutazione dei presupposti sulla base dei quali valutare la sussistenza di una pericolosità

⁽²⁷⁾ MAUGERI, *La confisca di prevenzione ha natura "oggettivamente sanzionatoria" e si applica il principio di irretroattività: una sentenza storica?*, cit.

⁽²⁸⁾ Per un'opinione critica rispetto alla coerenza della soluzione ermeneutica adottata, non valutando invece la vicinanza — per i fini di cui alla applicazione del d.lgs. n. 159/2011 — ad uno standard probatorio prossimo a quello richiesto dall'art. 192 cpp, si veda MAUGERI, *Una parola definitiva sulla natura della confisca di prevenzione? Dalle Sezioni Unite Spinelli alla sentenza Gogitidze della Corte EDU sulla civil forfeiture*, cit., p. 968. FILIPPI, *Il procedimento di prevenzione patrimoniale*, cit., p. 69.

sociale del prevenuto, qualora riferibile a periodi temporali e contesti interessati dalla presenza di sentenze di assoluzione ovvero finanche a procedimenti ancora pendenti in fase d'indagini preliminari, esistendo un contrasto giurisprudenziale sul punto.

In questo caso, la soluzione adottata dalla Corte è senz'altro più rispondente ai principi propri della *materia penale*, discendente vuoi dalla Costituzione vuoi dalla CEDU, giacché nella decisione viene compiuto un passo in avanti nella richiesta di dimostrazione — in capo all'ufficio procedente — sulla sussistenza dei requisiti per contestare una pericolosità sociale del prevenuto, non ritenendo sufficienti per l'applicazione della misura preventiva patrimoniale quelle che di fatto si risolverebbero in mere presunzioni sfornite di una base probatoria solida.

Il Collegio cita e riporta plurimi procedimenti che hanno interessato il ricorrente, definiti con sentenza di assoluzione ovvero ancora pendenti in fase di indagini, per quanto rilevante correlati alle annualità 2011-2014, dando conto della sussistenza — per valutarne il connotato di pericolosità sociale e dunque la rilevanza temporale ai fini della applicazione della confisca — di un contrasto giurisprudenziale relativo allo specifico profilo, sintetizzabile in tre distinti orientamenti:

i. da un lato, nella opzione — maggioritaria e seguita dai giudici del merito del caso *de quo* — di prendere le mosse dal concetto di “*valutazione autonoma*” riferibile alla delibazione demandata al giudice della prevenzione nella considerazione dei dati probatori esistenti (quali documenti, testimonianze, intercettazioni, ecc.), attraverso la quale giungere ad una valutazione di pericolosità generica del proposto, *ex art. 1, lett. b), D.Lgs. n. 159/2011*, anche a prescindere dall'esito del giudizio di merito ⁽²⁹⁾;

ii. dall'altro lato, nella considerazione, minoritaria, circa la sussistenza di un vincolo probatorio in capo al giudice della prevenzione, pur in presenza della cennata “*valutazione autonoma*” di tale A.G., discendente dalla sussistenza di giudicati di assoluzione, poiché la negazione della rilevanza penale di un fatto impedirebbe di assumerlo quale elemento indiziante nel giudizio di pericolosità previsto dal D.Lgs. n. 159/2011 ⁽³⁰⁾.

Secondo tale orientamento, come detto minoritario, per il principio di non contraddizione interno all'ordinamento, non potrebbe assumersi come rilevante un fatto, per quanto ai fini presuntivi ed indizianti, qualora lo stesso sia

⁽²⁹⁾ Cass., sez. II, 25 gennaio 2023, n. 15704. Precedentemente, Cass., sez. II, n. 4191, *cit.*; Cass., sez. II, 25 giugno 2021, n. 33533; Cass., sez. II, 6 giugno 2019, n. 31549; Cass., sez. II, 21 marzo 2019, n. 19880; Cass., sez. I, 7 gennaio 2016, n. 6636; e ancora più risalente, Cass., sez. VI, 26 giugno 1997, n. 8244. Tale orientamento, invero, parrebbe per lo più riferibile alle ipotesi di pericolosità qualificata, riguardante contesti correlati a criminalità organizzata, per ricavare il dato della condotta partecipativa *ex art. 416 bis c.p.*, per la quale elementi di fatto probatoriamente insufficienti in sede di procedimento penale ben possono essere valorizzati nell'ambito di un giudizio preventivo.

⁽³⁰⁾ Cass., sez. V, 30 novembre 2020, n. 182. Si vedano anche, Cass., sez. II, 16 aprile 2019, n. 27263; Cass., sez. VI, 9 aprile 2019, n. 21513.

stato negato da una sentenza di assoluzione divenuta irrevocabile ⁽³¹⁾, da tale categoria escludendosi la sentenza di proscioglimento per intervenuta prescrizione, qualora nell'ambito della stessa il fatto di reato sia stato comunque delineato con sufficiente chiarezza e sia ricavabile dagli atti presenti nel fascicolo ⁽³²⁾.

iii. infine, nella ulteriore posizione pretoria che ha osservato come, pur essendovi un'autonomia tra il procedimento penale ed il procedimento di prevenzione, nell'ambito del secondo tutti i fatti potrebbero essere autonomamente valutati per fondare una affermazione di pericolosità generica del prevenuto non solo in presenza di sentenza di proscioglimento per intervenuta prescrizione, bensì anche in caso di sentenza emessa *ex art.* 530, II, c.p.p., laddove allo stesso modo gli elementi raccolti dall'ufficio procedente, inidonei alla affermazione di penale responsabilità dell'imputato, fossero viceversa sufficienti per inferire un giudizio di pericolosità del proposto ⁽³³⁾.

Dato conto della pluralità di orientamenti esistenti, il Collegio ha ritenuto di dare seguito a quello minoritario, espressivo della considerazione per la quale pur essendovi una "*valutazione autonoma*" degli indici di pericolosità in capo al giudice della prevenzione, la stessa non possa in ogni caso superare il vaglio rappresentato dalla esistenza di una sentenza definitiva di assoluzione in relazione ai medesimi fatti presi in considerazione.

Per pervenire a tale approdo, non scontato, data la posizione della giurisprudenza di legittimità maggioritaria, vengono valorizzati altresì i principi discendenti dalla CEDU, interpretati dalla Corte Europea in senso garantistico (anche) per il soggetto sottoposto a procedimento di prevenzione, sui quali può dunque proseguire l'analisi.

6. Misure di prevenzione e giudicato assolutorio al vaglio della CEDU e della giurisprudenza sovranazionale.

La Corte ritiene applicabili al procedimento di prevenzione, in presenza di una sentenza di assoluzione riferita agli stessi fatti storici, i principi espressi dagli artt. 6 e 7 della CEDU, sconfessando così la estesa applicazione della prevenzione patrimoniale supportata dall'ordinamento pretorio nazionale, potenzialmente tale anche da causare giudicati contrapposti con quelli risultanti dal giudizio di merito.

Sia consentita incidentalmente una breve digressione relativa al rap-

⁽³¹⁾ Cass., sez. I, 19 aprile 2018, n. 43826, nella quale si afferma — in maniera condivisibile — che nei casi di cui all'art. 1, lett. b), d.lgs. n. 159/2011, qualora la realizzazione di un delitto sia esclusa in un procedimento penale, vuoi rispetto all'elemento materiale vuoi con riferimento all'elemento soggettivo, non potrebbe sostenersi la permanenza di un disvalore della condotta anche ai fini della delibazione demandata al giudice della prevenzione in punto di pericolosità generica del prevenuto.

⁽³²⁾ Cass., sez. II, 19 gennaio 2018, n. 11846; Cass., sez. V, 8 ottobre 2019, n. 48090.

⁽³³⁾ Cass., sez. II, 6 giugno 2019, n. 31549; Cass., sez. I, 7 gennaio 2016, n. 6636.

porto (ed alla conformità) tra le misure preventive ex D.Lgs. n. 159/2011 e la Convenzione Europea, per poi tornare sulla tematica affrontata dalla Cassazione nella sentenza commentata.

Infatti, se quello esposto è l'articolato quadro dal punto di vista interno riferito alla circoscritta valutazione circa la (in)idoneità di un giudicato assolutorio a supportare una presunzione di pericolosità *generica* posta a fondamento di una misura di prevenzione successivamente applicata dalla A.G., non può tacersi come l'istituto in sé sia da sempre stato oggetto di attenzione in ambito sovranazionale, in rapporto alla sua conformità ai principi discendenti dalla CEDU.

E ciò, sia rispetto ad una valutazione di conformità *tout court* del sistema oggi delineato dal D.Lgs. n. 159/2011 agli artt. 6 e 7 della Convenzione, sia riguardo alla specifica tematica della estrinsecazione del giudizio di pericolosità sociale in rapporto a giudicati assolutori ovvero a contesti scevri da accertamenti compiuti in sede processuale.

Sulla tematica, da un punto di vista generale e per quanto in maniera necessariamente sintetica, la Corte EDU ha da sempre cercato di tracciare i confini della c.d. *matière pénale*, partendo dalla storica sentenza Engel c. Paesi Bassi del 1976, nella quale sono stati indicati i criteri sulla base dei quali distinguere tra illecito penale e differenti ambiti del diritto ⁽³⁴⁾.

Tali criteri, intesi come alternativi e non cumulativi, nonché non vincolanti per l'interprete giacché da vagliare anche alla luce degli ulteriori elementi di carattere sostanziale del caso concreto, sono stati nella sostanza ricondotti a: *i.* la qualifica formale dell'illecito; *ii.* la funzione dell'illecito e della relativa sanzione; *iii.* il grado di afflittività della sanzione medesima ⁽³⁵⁾.

Soprattutto sul terzo si è concentrata l'attenzione, sul rilievo per il quale, nelle misure di prevenzione patrimoniali (oltre che personali), parrebbe difficile sostenere come la confisca anche di interi patrimoni non valga a ricondurre l'intero istituto nell'ambito della materia penale, considerandone l'elevato grado di afflittività.

Pur in presenza di tale constatazione, si riscontrava (e riscontra) di fatto nella pratica una svalutazione del presupposto soggettivo posto a fondamento della misura preventiva patrimoniale, ossia l'indizio circa la commissione di un fatto di reato dal quale ricavarne la pericolosità del postosto.

Per quanto sia vero che i beni vengono confiscati in sede di prevenzione in quanto di origine illecita, vuoi perché sproporzionati al patrimonio dichia-

⁽³⁴⁾ Corte EDU, 23 novembre 1976, n. 22, in *eur-lex.europa.eu*; dal punto di vista dottrinale, considerata la particolare ampiezza della materia, si rimanda *ex multis* a SILVA, *Sistema punitivo e concorso apparente di illeciti*, Torino, 2018; MAZZACUVA, *Le pene nascoste. Topografia delle sanzioni penali e modulazione dello statuto garantistico*, Torino, 2017; NICOSIA, *Convenzione europea dei diritti dell'uomo e diritto penale*, Torino, 2006.

⁽³⁵⁾ PALIERO, "Materia penale" e illecito amministrativo secondo la Corte Europea dei Diritti dell'Uomo: una questione "classica" a una svolta radicale, in *Riv. it. dir. e proc. pen.*, 1985, pp. 908 e ss.; CONSULICH, "Materia penale" e tutela dei beni giuridici nello spazio unitario europeo, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2006, pp. 72 e ss.; DE VERO, PANEBIANCO, *Delitti e pene nella giurisprudenza delle Corti europee*, Torino, 2007, pp. 11 e ss.

rato dal prevenuto vuoi perché frutto di reimpiego derivato da attività illecite (a maggior ragione ove accertate con sentenza definitiva di condanna), è altrettanto vero che la confisca *ex* D.Lgs. n. 159/2011 non rappresenterebbe — per quanto costantemente dichiarato dalle Corti nazionali e sovranazionali — una tipologia di *sanzione penale*, emergendone tuttavia la particolare afflittività considerandone la soglia soltanto indiziaria e presuntiva di accertamento e la scissione rispetto alla valutazione del nesso di pertinenzialità tra beni ed attività illecita attribuita al proposto ⁽³⁶⁾.

Ciò nonostante, la circostanza che le misure di prevenzione siano state continuamente ricondotte nell'alveo della categoria delle sanzioni amministrative dalla giurisprudenza nazionale oltre che convenzionale, salvandole così dalla censura di incompatibilità ai principi della CEDU (e costituzionali) in nome di un bilanciamento tra l'interesse generale della comunità e la protezione dei diritti fondamentali dell'individuo (compreso, per i fini di cui trattasi, il diritto di proprietà), parrebbe più dettata da ragioni di politica criminale che da una rispondenza delle stesse ai principi promananti in ambito penale non tanto e non solo dalla Costituzione, quanto piuttosto dalla CEDU ⁽³⁷⁾.

Il meccanismo per il quale — con orientamento costante — i principi sanciti dalla CEDU sono stati considerati non compiutamente applicabili alle misure di prevenzione derivano dalla notazione per la quale le stesse non sono disposte partendo da una connotazione di colpevolezza accertata all'esito di un procedimento penale, con ciò non determinando una violazione dell'art. 7 CEDU rispetto al divieto di applicazione retroattiva in materia penale, partendo dal presupposto che una pronuncia di tale tipo richiederebbe la condanna per un fatto previsto dalla legge come reato, a seguito di un accertamento di responsabilità personale ⁽³⁸⁾.

La Corte EDU, nella sostanza, si è rifugiata (e si rifugia) dietro la asserita prevalenza del criterio formalistico afferente alla qualificazione giuridica della misura, piuttosto che seguire le indicazioni derivanti dalla applicazione dei c.d. criteri Engel ⁽³⁹⁾.

Le sentenze delle Sezioni Unite e della Corte costituzionale riprese dal

⁽³⁶⁾ Anzi, la Corte EDU ha sovente affermato l'orientamento per il quale le forme di confisca senza condanna, introdotte nei singoli sistemi normativi nazionali, risulterebbero non già delle pene nella accezione propria del termine, quanto piuttosto una forma di regolamentazione della proprietà *ex* art. 1, Prot. I CEDU, assumendo natura compensatoria e preventiva. *Ex multis*, Corte EDU, Gogitidze c. Georgia, 12 maggio 2015, n. 36862/05.

⁽³⁷⁾ Evidente l'affermazione contenuta nella sentenza delle SS.UU. n. 4880, per la quale, « *la precipua finalità della confisca di prevenzione è, dunque, quella di sottrarre i patrimoni illecitamente accumulati dalla disponibilità di determinati soggetti, che non possano dimostrare la legittima provenienza* ».

⁽³⁸⁾ Corte EDU, 22 febbraio 1994, Raimondo c. Italia, n. 12954/87; Comm. EDU, 15 aprile 1991, Marandino, n. 12386/86; Corte EDU, Madonia c. Italia, n. 55927/00.

⁽³⁹⁾ Di LELLO FINUOLI, *Tutto cambia per restare infine uguale. Le Sezioni Unite confermano la natura preventiva della confisca ante delictum*, *cit.*, p. 3464; riprendendo le osservazioni di ALESSANDRI, voce « *Confisca nel diritto penale* », in *Dig. d. pen.*, 1989, Torino, 1989, pp. 50 e ss.

Collegio nella decisione in commento compiono invece ampi riferimenti ai principi sanciti dagli artt. 6 e 7 della Convenzione EDU quantomeno rispetto al profilo correlato alla valutazione in sede di prevenzione di sentenze assolutorie e di fascicoli pendenti in fase d'indagini.

Come noto, mentre l'art. 6 afferma il diritto ad un giusto processo e comprende la presunzione di innocenza, la disposizione di cui all'art. 7 invece riconduce al principio di legalità le disposizioni aventi natura incriminatrice ⁽⁴⁰⁾, delineando altresì una serie di guarentigie riconosciute in favore del soggetto coinvolto nell'ambito di un giudizio penale.

Nell'affermare, riportandosi appunto a decisioni sovranazionali, come i principi promananti dalla CEDU non si limitino ad una garanzia procedurale in materia penale, esigendo piuttosto che nessuna autorità pubblica dichiarare — e consideri — una persona colpevole di un reato prima che la sua colpevolezza sia stata accertata da un Tribunale, applicandosi anche a contesti estranei ad una accusa penale purché afferenti un procedimento giurisdizionalizzato, il Collegio riporta come le relative disposizioni troverebbero estrinsecazione pratica in relazione « *a tutti i procedimenti ulteriori rispetto al proscioglimento definitivo dell'accusato, quando "le questioni sollevate costituivano un corollario ed un complemento dei procedimenti penali in questione nell'ambito dei quali il ricorrente aveva la qualità di accusato"* » ⁽⁴¹⁾.

La particolarità, nel caso di cui trattasi, è dunque la valorizzazione — riportata al rispetto dei parametri di cui agli artt. 6 e 7 CEDU — della presenza di pronunce assolutorie (o, come detto, di meri procedimenti pendenti) relative ai medesimi fatti per i quali il proposto è successivamente destinatario di misura preventiva patrimoniale ⁽⁴²⁾.

In questo senso emerge una particolare tensione verso una funzione preventiva della misura della confisca ex D.Lgs. n. 159/2011, ritenuta legittima quale strumento di riequilibrio (anche) economico rispetto a profitti la cui natura illecita sia stata provata — accertando il nesso causale tra specifici beni e reati ai quali accedono, mediante un meccanismo probatorio comunque prossimo a quello di cui all'art. 192 c.p.p. — e viceversa allontanata qualora

⁽⁴⁰⁾ Si veda anche, BERNARDI, sub art. 7, BARTOLE, CONFORTI, RAIMONDI (a cura di), *Commentario alla Convenzione europea per la tutela dei diritti dell'uomo e delle libertà fondamentali*, Padova, 2001, pp. 252 e ss.

⁽⁴¹⁾ I riferimenti compiuti dalla Cassazione sono molteplici, riportando Corte EDU, 1 ottobre 2013, n. 17475/9; nonché più risalenti quali Kamasinski c. Austria, 19 dicembre 1989, par. 62, serie A n. 168; *Allenet de Ribemont c. Francia*, 10 febbraio 1995, pp. 35-36, serie A n. 308; *Viorel Burzo c. Romania*, nn. 75109/01 e 12639/02, par. 156, 30 giugno 2009, *Moulet c. Francia*, n. 27521/04, 13 settembre 2007; Corte EDU, 14 gennaio 2014, *Stefanelli c. Italia*.

⁽⁴²⁾ Avendo quali corollari tutta una serie di garanzie, tra le quali vengono declinate quelle riferite all'onere della prova incombente sulla pubblica accusa (*Telfner c. Austria*, n. 33501/96, par. 15, 20 marzo 2001); alla valutazione delle presunzioni (*Salabiaku c. Francia*, 7 ottobre 1988, par. 28, serie A n. 141-A; *Radio France c. Francia*, n. 53984/00, par. 24, CEDU 2004II); al diritto di non contribuire alla autoincriminazione personale (*Heaney e McGuinness c. Irlanda*, n. 34720/97, par. 40, CEDU 2000-XII); al perimetro della pubblicità della vicenda ante-processo (*Akay c. Turchia*, n. 34501/97, 19 febbraio 2002), alla dichiarazione di colpevolezza di un imputato da parte del giudice del processo o di una qualsiasi altra pubblica autorità (*Allenet de Ribemont c. Francia*, cit.).

attraverso presunzioni ed alleggerimenti probatori ne si riconnetta una finalità esclusivamente punitiva, diventando una “*pena del sospetto*” fondata soltanto sulla base di meri indizi ⁽⁴³⁾.

L’approdo è pertanto di interesse, in quanto la Cassazione valorizza il precipitato delle argomentazioni derivanti dalla interpretazione in sede sovranazionale, osservando come risulterebbe precisamente effetto dell’art. 6, par. 2, CEDU, quello di evitare che soggetti in favore dei quali risulta una sentenza di assoluzione o di proscioglimento vengano trattati da una autorità pubblica come se fossero colpevoli del reato loro ascritto ⁽⁴⁴⁾.

Di più, la Corte osserva che qualora non si riconoscesse il vincolo discendente da una sentenza assolutoria nel successivo giudizio di prevenzione in relazione ai medesimi fatti storici, le garanzie apprestate dall’art. 6, par. 2 CEDU finirebbero per rimanere puramente teoriche, richiedendosi invece al contrario, rispetto alla supposta applicabilità della disposizione della CEDU la dimostrazione di un nesso tra il procedimento penale definito e l’azione giudiziaria intrapresa in sede preventiva, mediante un più stringente onere motivazione in capo alla A.G.

Efficace quindi la sintesi del Collegio, per il quale « *presunzione di innocenza significa impedire che i soggetti che hanno beneficiato di un’assoluzione siano trattati da pubblici ufficiali o da altre autorità come se fossero di fatto colpevoli del reato cui sono stati accusati* » in questo senso riportando una recente decisione della Corte EDU per la quale in ogni procedimento successivo, di qualsiasi natura esso rivesta, debba necessariamente tenersi conto del precedente giudicato assolutorio ⁽⁴⁵⁾.

Di rilievo anche la constatazione, invero pleonastica ma evidentemente poco valorizzata dalla giurisprudenza di legittimità maggioritaria, per la quale la contestazione del fatto nel giudizio previsto dall’art. 1, lett. b), D.Lgs. n. 159/2011 e nel procedimento penale presentino lo stesso substrato, presupponendo in via diretta o indiretta la responsabilità penale per un medesimo reato, così che apparirebbe contraddittorio — e contrastante con il principio di cui all’art. 6, par. 2, CEDU — fondare l’applicazione della misura di prevenzione patrimoniale sulla condanna per un determinato reato accertato nel precedente procedimento penale, ma al tempo stesso negare l’efficacia probatoria (negativa) nell’ambito del medesimo giudizio preventivo rispetto ad una sentenza di assoluzione per insussistenza del fatto oggetto di contestazione.

Non potrebbero dunque essere valutate, ai fini della riconducibilità del prevenuto alla categoria della pericolosità generica, le condotte già oggetto di valutazione in ambito penale e che il giudice « *nell’esercizio della sua funzione cognitiva ha ritenuto non conformi al tipo o addirittura insussistenti nella loro*

⁽⁴³⁾ MAUGERI, *La confisca di prevenzione ha natura “oggettivamente sanzionatoria” e si applica il principio di irretroattività: una sentenza storica?*, cit.

⁽⁴⁴⁾ Corte EDU, 1 n. 17475/9, cit.; Barberà, Messegué e Jabardo c. Spagna, 6 dicembre 1988, par. 77, Serie A n. 146.

⁽⁴⁵⁾ Corte EDU, sez. I, 9 marzo 2023, Rigolio c. Italia.

dimensione fattuale o giuridica », con necessaria espunzione, pertanto, di ogni meccanismo di presunzione automatica di pericolosità con riferimento a giudicati assolutori.

7. Osservazioni conclusive. Verso un limite alla estensione applicativa della misura di prevenzione patrimoniale?

Se quello declinato è l'approdo della Cassazione, diviene agevole rilevare come il decreto impugnato si sia rivelato carente in punto di motivazione rispetto alla considerazione di pericolosità del prevenuto con riferimento al periodo temporale nel quale lo stesso era stato coinvolto in procedimenti penali, per le annualità 2011-2014, tuttavia definiti con sentenza di assoluzione ⁽⁴⁶⁾.

Anche riguardo ai fascicoli pendenti in fase di indagini, i giudici del merito si erano limitati ad una loro elencazione, senza precisare gli elementi fattuali — così come giuridici — sulla base dei quali superare i corollari derivanti dall'applicazione del principio della presunzione di innocenza discendente dalla Costituzione e dalla CEDU, ottemperando così al particolare onere motivazionale imposto alla A.G. per l'applicazione della misura ablativa.

Parimenti distonica pertanto la valutazione compiuta dai giudici del merito con riferimento alla ricorrente, ex moglie del proposto, per la quale risultava acquisita al fascicolo la prova circa il momento di conseguimento delle disponibilità oggetto della misura di prevenzione, maturate lecitamente — almeno per quanto emerso — in un periodo precedente a quello ritenuto espressione della pericolosità sociale del proposto, senza l'indicazione di ulteriori elementi dai quali inferire, al contrario, indici da riconnettere al giudizio di pericolosità proprio della sede preventiva.

Ciò che invece non sarebbe avvenuto nella valutazione da parte dei giudici del merito riguardo al profilo della sproporzione, in relazione alla sentenza di proscioglimento per intervenuta prescrizione del reato, per il quale invece la Corte d'Appello aveva dato conto, assolvendo così all'onere motivazionale, degli elementi a supporto di una valutazione di pericolosità sociale del ricorrente per il periodo di riferimento.

L'arresto in commento pare dunque particolarmente interessante, in quanto la Cassazione supera così il profilo, senz'altro pregiudizievole, che deriva(va) dalla presunzione della origine illecita *tout court* dei beni oggetto della confisca di prevenzione in capo al soggetto socialmente pericoloso, rispetto al quale — accogliendo l'orientamento minoritario, ma più rigoroso —

⁽⁴⁶⁾ E ciò anche rispetto al procedimento iscritto per il reato di cui all'art. 4, d.lgs. n. 74/2000, per il quale era stato riscontrato il mancato superamento della soglia di punibilità, da ritenersi come noto elemento costitutivo della fattispecie, con conseguente degradazione della condotta a fattispecie rilevante dal punto di vista amministrativo.

la Corte ritiene necessario provarne anche la effettività dell'origine stessa, a maggior ragione ove riconnessi ad una piattaforma probatoria che presenta, in relazione ai medesimi fatti considerati, giudicati assolutori (o meri procedimenti ancora pendenti).

In altre parole, se la confisca di prevenzione richiede l'accertamento di due requisiti, l'uno di carattere soggettivo, ossia la pericolosità sociale, e l'altro di carattere oggettivo, ossia la origine illecita dei beni ovvero la sproporzione patrimoniale, il precipitato della decisione conferma come il secondo non possa *ex se* essere ricavato dal primo sulla base della mera correlazione temporale, anche e soprattutto in presenza di una sentenza assolutoria che ha negato la materialità del fatto, richiedendosi invece un preciso onere motivazionale in capo alla A.G. procedente.

La sussistenza di potenziali distinti binari — l'uno riferito a condotte già scrutinate nell'ambito di un giudizio penale e definite con sentenza di condanna, l'altro correlabile a fatti già giudicati irrilevanti dal punto di vista penale e, infine, un ulteriore piano riguardante condotte invece contestate *ex D.Lgs. n. 159/2011* sulla base di meri indizi o presunzioni non ancorate a piattaforme probatorie pregnanti — viene in quale modo calmierata dalla Corte, restringendo il perimetro applicativo della misura preventiva patrimoniale all'arco temporale nel quale vi sono indici più rigorosi circa una pericolosità del proposto, sulla base di sentenze di condanna passate in giudicato, rispetto a condotte dalle quali può affermarsi che il proposto abbia tratto redditi illeciti.

Sicuramente positivo inoltre è lo sforzo compiuto dalla Cassazione nell'individuare specifiche tipologie di comportamento pericoloso, ancorando la base di accertamento su delitti precedentemente commessi dal proposto e compiutamente accertati, rifuggendo dal recepire acriticamente indizi o sospetti sforniti di un crisma di solidità probatoria o — peggio ancora — dallo svalutare approdi oggetto di sentenze di assoluzione già definite.

Ciò che in *parte qua* sembra avvicinare il sistema delle misure di prevenzione, in particolare di tipo patrimoniale, al modello delle misure di sicurezza, quantomeno dal punto di vista del rispetto delle garanzie costituzionali (e convenzionali) proprie della materia penale espresse dalla Costituzione e dalla CEDU.

MASSIME (*)

Reati contro il patrimonio — Delitti — Truffa — Momento consumativo del reato — Truffa aggravata ai danni dello Stato — “Superbonus” previsto dalla legislazione emergenziale pandemica — Perfezionamento del reato — Individuazione — Fattispecie.

Il delitto di truffa aggravata ai danni dello Stato, commesso attraverso la costituzione di un credito fiscale fittizio a seguito della falsa asseverazione in ordine al completamento di opere per le quali è previsto il riconoscimento del “superbonus 110%” e la successiva cessione a terzi di tale credito, si perfeziona con la riscossione o con la compensazione del credito, in quanto solo in quel momento è conseguito l'ingiusto profitto, con conseguente danno per l'amministrazione. (Fattispecie in cui la Corte ha annullato con rinvio l'ordinanza cautelare con cui, sull'erroneo presupposto dell'avvenuto perfezionamento del delitto di cui all'art. 640-bis cod. pen., era stato ritenuto legittimo il sequestro preventivo, a fini di confisca per equivalente, dei proventi derivanti dalle cessioni a terzi dei crediti d'imposta generati mediante false attestazioni).

Cass. pen., Sez. III, 7 marzo 2024, (dep. 11 giugno 2024), n. 23402 - Pres. Andreazza, Rel. Corbo, massima ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Reati tributari — Delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti — Elemento soggettivo — Natura — Dolo eventuale — Sufficienza — Dolo specifico — Conseguimento della finalità di evasione — Necessità — Esclusione.

Il delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti richiede, sotto il profilo soggettivo, il dolo generico, consistente nella consapevole indicazione, nelle dichiarazioni fiscali relative a imposte sui redditi o sul valore aggiunto, di elementi passivi della cui fittizietà il soggetto agente sia certo o, comunque, accetti l'eventualità, nonché il dolo specifico di evasione, che rappresenta la finalità che deve animare la condotta del predetto, ma il cui concreto conseguimento non è necessario per il perfezionamento del reato.

Cass. pen., Sez. III, 4 luglio 2024, (dep. 8 ottobre 2024), n. 37131 - Pres. Andreazza, Rel. Corbetta, massima ufficiale.

(*) Massime a cura di Melissa Tettamanti.

* * *

Reati fallimentari — Bancarotta fraudolenta — Fatti commessi su libri e scritture — Omessa tenuta anche parziale di libri contabili — Nozione — Dolo specifico — Omessa annotazione di specifiche operazioni — Dolo generico.

In tema di bancarotta fraudolenta documentale, rientra nella prima fattispecie delineata dall'art. 216, comma 1, n. 2, legge fall. e richiede il dolo specifico di recare pregiudizio ai creditori o di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto, la nozione di omessa tenuta, anche parziale, delle scritture contabili, che comprende non solo la mancata istituzione di uno o più libri contabili, ma anche l'ipotesi della materiale esistenza dei libri "lasciati in bianco" e si differenzia dal caso, caratterizzato invece da dolo generico, dell'omessa annotazione di dati veri allorché l'omissione consista non nella totale mancanza di annotazioni, ma nell'omessa annotazione di specifiche operazioni.

Cass. pen., Sez. V, 7 novembre 2024, (dep. 20 novembre 2024), n. 42526 - Pres. Miccoli, Rel. Morosini, massima ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Delitto di indebita compensazione di cui all'art. 10-quater d.lgs. n. 74 del 2000 — Materialità del reato — Utilizzo del mod. F24 per la sua integrazione — Necessità — Produzione in giudizio — Necessità — Esclusione — Ragioni.

Il delitto di indebita compensazione, di cui all'art. 10-quater d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74, pur esigendo, sul piano materiale, l'utilizzo del modello F24, quale strumento tipico di estinzione dell'obbligazione tributaria, con indicazione del credito inesistente o non spettante portato in compensazione, non richiede, ai fini probatori, la produzione in giudizio dell'anzidetto in concreto utilizzato per il pagamento dell'imposta dovuta, potendo la prova essere fornita in qualunque altro modo. (Fattispecie in cui la prova del delitto di cui all'art. 10-quater D.Lgs. 74/2000 è stata fornita da un prospetto dei dati estrapolati dai modelli F24 presentati dalla società ricorrente).

Cass. pen., Sez. III, 15 ottobre 2024, (dep. 21 novembre 2024), n. 42606 - Pres. Di Nicola, Rel. Corbetta, massima non ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Fattispecie di dichiarazione infedele ex art. 4 D.Lgs. 74/2000 — Fattispecie di dichiarazione fraudolenta mediante

uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti ex art. 2 D.Lgs. 74/2000 — Concorso di reati — Sussistenza — Esclusione.

In materia di reati tributari, il carattere residuale del reato di dichiarazione infedele di cui all'art. 4 D.Lgs. 74/2000 esclude il concorso con il delitto di dichiarazione fraudolenta mediante uso di fatture o altri documenti per operazioni inesistenti di cui all'art. 2 del medesimo decreto quando la condotta materiale ha ad oggetto la medesima dichiarazione, non operando siffatta esclusione nel caso di contestazione di condotte diverse, una per le omissioni di elementi attivi del reddito e l'altra per elementi passivi inesistenti.

Cass. pen., Sez. III, 14 ottobre 2024, (dep. 22 novembre 2024), n. 42823 - Pres. Di Nicola, Rel. Bove, massima non ufficiale.

* * *

Reati contro il patrimonio — Autoriciclaggio — Condotta dissimulatoria — Mutamento dell'intestazione soggettiva del bene — Configurabilità.

In tema di autoriciclaggio, è configurabile la condotta dissimulatoria nel caso in cui, successivamente alla consumazione del delitto presupposto, il reinvestimento del profitto illecito in attività economiche, finanziarie o speculative sia attuato attraverso il mutamento dell'intestazione soggettiva del bene, in quanto la modifica della formale titolarità del profitto illecito è idonea ad ostacolare la sua ricerca, l'individuazione dell'origine illecita e il successivo trasferimento. (Fattispecie in cui la Corte ha ravvisato il reato di cui all'art. 648-ter.1 c.p. nella condotta posta in essere facendo confluire, tramite *Poste-Pay* intestata alla madre dell'imputata, somme precedentemente distratte dall'imputata dalle casse societarie).

Cass. pen., Sez. II, 15 ottobre 2024, (dep. 6 dicembre 2024), n. 44816 - Pres. Beltrani, Rel. Cianfrocca, massima non ufficiale.

* * *

Sicurezza pubblica — Misure di prevenzione — Procedimento — Giudizio di pericolosità sociale generica — Sentenza di assoluzione passata in giudicato — Autonoma valutazione del fatto nel procedimento di prevenzione — Esclusione — Ragioni — Fattispecie.

In tema di misure di prevenzione, il giudice, nonostante l'autonomia tra procedimento penale e procedimento di prevenzione, non può attribuire rilevanza, al fine di giungere ad un'affermazione di pericolosità generica del

proposto ex art. 1, comma 1, lett. b), d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159, a fatti per i quali sia intervenuta sentenza definitiva di assoluzione posto che, in virtù del principio di non contraddizione dell'ordinamento e della presunzione di innocenza come interpretata dalla Corte EDU, la negazione penale irrevocabile di un determinato fatto impedisce di assumerlo come elemento indiziante ai fini del giudizio di pericolosità. (Nella specie, il ricorrente era stato prosciolto dal reato di cui all'art. 4, d.lgs. 10 marzo 2000, n. 74, per essere l'imposta evasa inferiore alla soglia di rilevanza penale).

Cass. pen., Sez. VI, 30 ottobre 2024, (dep. 10 dicembre 2024), n. 45280 - Pres. Aprile, Rel. Giordano, massima ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Delitto di omessa dichiarazione — Accertamento con adesione — Esclusione della causa di non punibilità di cui all'art. 13, comma 2 D.Lgs. 74/2000 — Riconoscimento della circostanza attenuante di cui all'art. 13-bis D.Lgs. 74/2000.

In tema di omessa dichiarazione, l'accertamento con adesione non costituisce causa di non punibilità del delitto, nemmeno se il contribuente abbia, in ipotesi, pagato l'intero debito ridefinito con l'Agenzia delle Entrate, tanto più che l'accertamento con adesione presuppone la conoscenza dell'iniziativa erariale che osta in termini assoluti all'applicazione della causa di non punibilità di cui all'art. 13, comma 2 D.Lgs. 74/2000. Al contrario, l'integrale pagamento del debito erariale, anche se rimodulato a seguito dell'accertamento con adesione, rileva ai fini del riconoscimento dell'attenuante di cui all'art. 13-bis D.Lgs. 74/2000.

Cass. pen., Sez. III, 19 novembre 2024, (dep. 8 gennaio 2025), n. 526 - Pres. Andreazza, Rel. Acetoo, massima non ufficiale.

* * *

Finanze e tributi — In genere — Delitto di indebita compensazione di cui all'art. 10-quater, comma 2 D.Lgs. 74/2000 — Credito inesistente — Configurabilità.

È inesistente il credito opposto in compensazione che non trova riscontro in dati contabili-patrimoniali-finanziari dedotti dal contribuente e la sua non veridicità non è rilevabile attraverso i controlli automatizzati o formali condotti utilizzando i dati in possesso dell'anagrafe tributaria ai sensi degli artt. 36-bis e 36-ter D.P.R. 600/1973 e 54-bis D.P.R. 633/1972.

Cass. pen., Sez. III, 10 dicembre 2024, (dep. 15 gennaio 2025), n. 1757 - Pres. Di Nicola, Rel. Bucca, massima non ufficiale.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA TRIBUTARIA

IL BALLETTINO TRA PROCESSO PENALE E TRIBUTARIO, TRA DIFETTI DI COERENZA E MANCANZA DI CORAGGIO (CON UN *ADDENDUM* SU UN... IMPREVISTO GIURISPRUDENZIALE)

di FRANCESCO TUNDO

1. La progressiva *contaminazione* tra rilevanza tributaria e penale delle condotte.

L'attuazione della legge delega n. 111 del 9 agosto 2023 ⁽¹⁾ porta con sé, fra i numerosi interventi, una messa a punto dei rapporti fra diritto penale e tributario con interventi mirati — soprattutto, ma non solo — ad una significativa ma non (ancora) assoluta, *contaminazione* fra tali piani sinora formalmente distinti e separati. Prima di soffermarmi sulle innovazioni che mi sembrano più significative — che attengono al rapporto fra processo tributario e penale — può essere utile richiamare brevemente gli interventi approntati dal legislatore al fine di valutare se siano riconducibili a un disegno unitario, come a me purtroppo non sembra.

Il complesso delle misure che fanno seguito alla cd. “riforma tributaria”, è ormai evidente, soffre infatti di un difetto di coerenza complessiva, e dunque reputo utile procedere con una preliminare analisi di contesto per valutare se anche nell’area qui di interesse si sia verificata la medesima condizione ed eventualmente con quali effetti.

Il legislatore ha seguito, in buona sostanza, una duplice linea di azione, anzitutto modificando le cause di non punibilità/attenuanti, fra l’altro al fine di valorizzare, sul piano degli effetti penali, particolari condotte del contribuente tenute nel corso del procedimento tributario. Senza qui poter entrare nel merito, può ad esempio farsi riferimento alla riformulazione delle fatti-

⁽¹⁾ Per una panoramica delle problematiche sollevate dalla legge delega, cfr. F. TUNDO, *La legge delega per la riforma tributaria e la ragionevolezza del sistema fiscale nella giurisprudenza costituzionale*, in *Riv. Dott. Comm.*, 2023, p. 541.

specie incriminatrici costituite dall'omesso versamento delle ritenute e dell'imposta sul valore aggiunto, punite, a mente degli artt. 10-*bis* e 10-*ter*, d.lgs. n. 74 del 2000 ⁽²⁾, “*se il debito tributario non è in corso di estinzione mediante rateazione*”.

Si pensi, ancora, agli interventi relativi al patteggiamento *ex art.* 444 c.p.p. — cui è impossibile accedere, ai sensi dell'art. 13-*bis*, comma 2, d.lgs. n. 74 del 2000, se il debito tributario non è integralmente estinto prima della dichiarazione di apertura del dibattimento di primo grado — o alla condizione di non punibilità costituita dalla particolare tenuità del fatto, rispetto alla quale il giudice deve valutare, fra l'altro, “*l'avvenuto adempimento integrale dell'obbligo di pagamento secondo il piano di rateizzazione concordato con l'amministrazione finanziaria*”, come disposto dal nuovo comma 3-*ter* dell'art. 13, d.lgs. n. 74 del 2000.

In merito, oltre ad osservare la funzionalizzazione riscossiva sempre più prepotentemente assunta dal diritto penale-tributario ⁽³⁾, ai nostri fini occorre osservare che, pur non costituendo le fattispecie sopra richiamate ipotesi di interferenza esplicita fra i processi è nondimeno chiaro che ogniqualvolta si riconnette un effetto premiale in ambito penale a condotte del contribuente assunte in ambito tributario, si condizionano fortemente le determinazioni dello stesso secondo logiche verosimilmente avulse dalla difendibilità, nel merito, della propria posizione.

Ulteriore linea di intervento è quella più specificamente relativa al rapporto fra processi che, anche in questo caso, si esplica in una serie di interventi accomunati dalla progressiva intersecazione fra gli stessi e che denota, come dirò, il tentativo (a mio avviso, mal riuscito), di introdurre una sorta di gerarchizzazione fra il giudizio penale e quello tributario. Mi riferisco, evidentemente, sia al dichiarato rafforzamento del divieto del *ne bis in idem* mediante l'inserimento dell'art. 21-*ter*, d.lgs. n. 74/2000 sia, soprattutto, all'introduzione dell'efficacia della sentenza penale nel giudizio tributario e, parallelamente, di una (diversa) rilevanza della sentenza tributaria (e degli accertamenti definitivi) nel processo penale, previsti rispettivamente all'art. 21-*bis* e all'art. 20, comma 1-*bis*, d.lgs. n. 74 del 2000.

Prima di soffermarmi sull'assetto vigente, ritengo utile ripercorrere brevemente le problematiche dell'antecedente storico della disposizione sulla quale mi concentrerò nel prosieguo — *i.e.*, l'art. 21-*bis*, d.lgs. n. 74 del 2000. Faccio riferimento, ovviamente, all'art. 12 della legge n. 516 del 1982, che

⁽²⁾ Come noto, con una serie di provvedimenti di fine anno, ha avuto luogo anche un accorpamento formale di molteplici disposizioni con l'ambizioso disegno di dar vita ad complesso di “testi unici”. Il d.lgs. 5 novembre 2024, n. 173, ad esempio, abrogando una serie di disposizioni, e riproducendole con un nuovo ordine formale e nuova numerazione, ha introdotto il “Testo Unico delle sanzioni tributarie amministrative e penali”. L'entrata in vigore è fissata al 29 novembre 2024, la decorrenza al 1° gennaio 2026. In considerazione di tali effetti temporali, in questa sede continuerò a far riferimento alle disposizioni tuttora vigenti.

⁽³⁾ Così G. FLORA, *Il nuovo assetto delle cause di non punibilità*, in A. GIOVANNINI (a cura di), *La riforma fiscale - I diritti e i procedimenti*, Vol. III, 2023, Pisa, pp. 169 ss.

costituisce a mio giudizio un utile termine di paragone per saggiare la bontà dell'intervento attuato.

2. La pregiudiziale penale e le imperfezioni di una scelta di compromesso.

Pur non potendo entrare approfonditamente nel merito delle ragioni che avevano portato il legislatore ad introdurre l'art. 12, legge n. 516 del 1982, può essere interessante ricordare il dibattito intorno all'esigenza di superare il previgente regime della pregiudizialità tributaria, di cui all'art. 21, legge n. 4 del 1929 — secondo il quale, come noto, “[p]er i reati previsti dalle legge sui tributi diretti l'azione penale ha corso dopo che l'accertamento dell'imposta e della relativa sovraimposta è divenuto definitivo a norma delle leggi regolanti tale materia”. Disciplina di cui era diffusamente avvertita, anche sul piano politico, l'incapacità di regolamentare in maniera accettabile i rapporti fra processo penale e tributario, stante la paralisi della repressione penale da essa determinata.

La necessità di raggiungere un compromesso fra esigenze in intrinseco contrasto fra loro — da un lato, la necessità di evitare accertamenti contrastanti e, dall'altro, quello di assicurare la speditezza della riscossione — aveva dunque portato all'art. 12, legge n. 516 del 1982, il cui primo comma disponeva che “[i]n deroga a quanto disposto dall'art. 3 c.p.p. il processo tributario non può essere sospeso; tuttavia la sentenza irrevocabile di condanna o di proscioglimento pronunciata in seguito a giudizio relativa a reati previsti in materia d'imposte sui redditi e d'imposta sul valore aggiunto ha autorità di cosa giudicata nel processo tributario per quanto concerne i fatti materiali che sono stati oggetto del giudizio penale”.

La formulazione della disposizione non rendeva, in realtà, chiari gli intenti del legislatore: la dottrina in particolare aveva discusso i rapporti fra la prima parte del primo comma — che, nel sancire l'impossibilità di sospendere il processo tributario, pareva delineare formalmente una separazione fra il piano fiscale e quello penale — e la seconda, significativamente collegata dall'inciso “tuttavia”. Discutendosi, in particolare, se la previsione relativa all'efficacia della sentenza penale si ponesse come eccezione alla generale regola della separazione o come riprova di un coordinamento peculiare realizzato dal legislatore ⁽⁴⁾.

Indipendentemente da quale sia la soluzione a tale interrogativo che si ritiene preferibile — quesito che si riproporrà, lo anticipo, anche con riferimento all'art. 21-bis, cit. — ai nostri fini è piuttosto opportuno soffermarsi su

⁽⁴⁾ Cfr. R. SCHIAVOLIN, *L'utilizzazione fiscale delle risultanze penali*, cit., pag. 563; M. NOBILI, *Il rapporto fra procedimenti*, in AA.VV., *Responsabilità e processo penale nei reati tributari*, Milano, 1986, pp. 461 ss.; C. F. GROSSO, *Aspetti processuali della legge 7 agosto 1982, n. 516*, in AA.VV., *Modifiche al sistema penale tributario*, Roma, 1983, pp. 57 ss.

alcune delle caratteristiche dello schema applicativo dell'art. 12, legge n. 516 del 1982 che risultano d'indubbio interesse anche per valutare in controtelaio l'equivalente oggi in vigore.

A prescindere dalle ulteriori e rilevanti problematiche di costituzionalità che pure sono state sollevate dall'art. 12, cit., un punto di indubbia coerenza nella norma in disamina — e che, purtroppo, la differenzia significativamente dal neonato art. 21-*bis*, cit. — riguarda l'equiparazione, come sentenze penali che facevano stato nel giudizio tributario, fra quelle di assoluzione e quelle di condanna, purché irrevocabili; in questo senso, la disposizione non poteva tacciarsi di favorire in maniera sbilanciata gli interessi della parte privata rispetto a quella pubblica, o viceversa. Certamente più discutibile, soprattutto se letto “a posteriori” alla luce dell'attuale art. 21-*bis*, cit., era l'ulteriore parametro applicativo costituito dal riferimento ai soli giudizi penali in materia di “reati previsti in materia d'imposte sui redditi e d'imposta sul valore aggiunto” che, come vedremo, è stato superato dal legislatore contemporaneo.

Nondimeno, esattamente come l'art. 21-*bis*, d.lgs. n. 74 del 2000, il cuore pulsante del meccanismo applicativo dell'art. 12, legge n. 516 del 1982 era costituito dall'identità dei “fatti materiali” accertati dal giudice penale, unici ad “avere autorità di cosa giudicata” anche nel processo tributario. In merito è utile notare come il riferimento ai “fatti materiali” aveva portato la dottrina a ricondurre la natura dell'efficacia attribuita dall'art. 12, cit. alla sentenza penale al novero delle prove legali, piuttosto che all'autorità di cosa giudicata⁽⁵⁾. La particolare efficacia della sentenza penale definitiva, dunque, era — ed è, come diremo — circoscritta, per l'appunto, ai soli “fatti materiali”, mentre il giudice tributario poteva liberamente autodeterminarsi rispetto alle questioni squisitamente giuridiche oggetto del processo tributario⁽⁶⁾.

Al contempo, il criterio dei “fatti materiali” sollevava svariate criticità interpretative, con particolare riferimento a tutti i casi in cui l'accertamento tributario risultasse fondato su metodi induttivi o sintetici — che, quindi, possono prescindere dall'accertamento rigoroso dei fatti tipico del giudizio penale — o, ancora, su presunzioni legali. Riassumendo gli esiti del dibattito svoltosi sul punto (che, come dirò, si riproporrà verosimilmente anche con riferimento all'art. 21-*bis*, d.lgs. n. 74 del 2000) l'efficacia del giudicato penale dipendeva da una valutazione casistica volta a verificare la compatibilità

⁽⁵⁾ Cfr. R. SCHIAVOLIN, *L'utilizzazione fiscale delle risultanze penali*, cit., pag. 571; P. RUSSO, *L'efficacia del giudicato penale nel processo tributario*, in *Riv. dir. trib.*, 1992, I, pp. 618 ss.; C. CONSOLO, *Legittima acquisizione delle risultanze di una istruttoria penale (ex artt. 2 e 7 D.P.R. n. 463/1982) e loro sufficienza o meno, in particolare ove consistenti in prove orali, a sorreggere un accertamento tributario; una decisione del massimo interesse*, in *Rass. trib.*, 1987, II, pp. 279 ss.; C. GLENDI, *Intervento al Convegno di Torino del 7-8 marzo 1981*, in AA.VV., *Evasione fiscale e repressione penale. Atti del Convegno di Torino (7-8 marzo 1981)*, Padova, 1982, pp. 280 ss.

⁽⁶⁾ A. FANTOZZI, *Note critiche e non sui mutati rapporti tra processo penale e accertamento tributario*, in *Giurisprudenza di merito*, 1987, pp. 563 ss.

logica fra gli elementi posti alla base dell'accertamento tributario con i fatti materiali sui quali si era basata la decisione del giudice penale ⁽⁷⁾; di talché pur potendo esservi casi di metodologie di accertamento tali da rendere irrilevante la ricostruzione raggiunta in sede penale ⁽⁸⁾, erano ipotizzabili altrettante ipotesi di vera e propria incompatibilità logica fra le due ricostruzioni ⁽⁹⁾.

Ciò detto, verosimilmente la più rilevante fra le numerose criticità sollevate dall'art. 12, cit. era costituita dalla discussa irrazionalità del meccanismo di collegamento tra i procedimenti, stante il divieto di sospensione del processo tributario, che introduceva un'evidente disparità di trattamento tra contribuenti in virtù di una circostanza, del tutto casuale, come quella costituita dalla durata di ciascuno di essi. Le problematiche di ordine costituzionale sollevate da siffatto assetto — che, seppure non pacifiche ⁽¹⁰⁾, erano nondimeno largamente condivise in dottrina — erano state tuttavia sconfessate dalla Corte costituzionale nella sentenza n. 349 del 1987 ⁽¹¹⁾, invero con una motivazione talmente sommaria da apparire quasi impalpabile.

3. I nuovi rapporti fra processi nell'assetto vigente: il contenuto degli artt. 20, comma 1-bis e 21-bis, d.lgs. n. 74 del 2000.

Il legislatore del 1982, insomma, aveva introdotto il principio del doppio binario temperandolo immediatamente, con una scelta intermedia che, come spesso accade, sollevava una serie di problematiche tipiche dei compromessi. Possiamo dire che, seppure in maniera non perfettamente speculare, un ragionamento simile è riferibile, *mutatis mutandis*, anche all'attuazione della legge delega dei giorni nostri, che sceglie di intaccare nuovamente il principio del doppio binario, seppure con efficacia, per così dire, *asimmetrica*, a seconda che si abbia riguardo agli effetti della sentenza penale nel processo tributario oppure, all'opposto, delle risultanze del processo (o procedimento) tributario in quello penale.

Da un lato, per quanto concerne l'efficacia della sentenza penale nel processo tributario, il Governo è intervenuto con una disposizione che, a differenza di altre scelte del legislatore delegato — basti pensare alla contro-

⁽⁷⁾ Per una ricostruzione di tale dibattito, cfr. R. SCHIAVOLIN, *L'utilizzazione fiscale delle risultanze penali*, cit., pag. 578-560.

⁽⁸⁾ A.E. GRANELLI, *Rapporti fra il processo penale e l'accertamento tributario*, in *il Fisco*, 1986, pp. 736 ss.

⁽⁹⁾ P. RUSSO, *Problemi in tema di rapporti tra processo penale e processo tributario*, in *Riv. Dir. Fin. Sc. Fin.*, 1984, pp. 427 ss.

⁽¹⁰⁾ C. GLENDI, *L'oggetto del processo tributario*, Padova, 1984, pag. 798, il quale aveva escluso l'incostituzionalità dell'art. 12, cit. in quanto esso sarebbe stato connotato da una *ratio* "elastica" quale quella dell'economia processuale, che non richiederebbe una necessaria sospensione del processo tributario.

⁽¹¹⁾ Cfr. R. SCHIAVOLIN, *Sulla conformità alla Costituzione dei rapporti tra processo penale e processo tributario*, in *Rass. Trib.*, 1988, II, pp. 194 ss.

versa attuazione del criterio direttivo in materia di contraddittorio generalizzato — riproduce puntualmente la legge delega. L'art. 20, comma 1, lett. a), n. 3) di quest'ultima, con una disposizione già pressoché omnicomprensiva, prevedeva infatti che il Governo avrebbe dovuto *“rivedere i rapporti tra il processo penale e il processo tributario prevedendo, in coerenza con i principi generali dell'ordinamento, che, nei casi di sentenza irrevocabile di assoluzione perché il fatto non sussiste o l'imputato non lo ha commesso, i fatti materiali accertati in sede dibattimentale facciano stato nel processo tributario quanto all'accertamento dei fatti medesimi”*.

Come si diceva la novella attua, *in parte qua*, piuttosto fedelmente i principi e criteri direttivi fissati dalla legge delega, stabilendo, al primo comma, che *“la sentenza irrevocabile di assoluzione perché il fatto non sussiste o l'imputato non lo ha commesso, pronunciata in seguito a dibattimento nei confronti del medesimo soggetto e sugli stessi fatti materiali oggetto di valutazione nel processo tributario, ha, in questo, efficacia di giudicato, in ogni stato e grado, quanto ai fatti medesimi”*. Il secondo e terzo comma dispongono, rispettivamente, che *“[l]a sentenza penale irrevocabile di cui al comma 1 può essere depositata anche nel giudizio di Cassazione fino a quindici giorni prima dell'udienza o dell'adunanza in camera di consiglio”* e, infine, che le suddette disposizioni si applicano *“anche nei confronti della persona fisica nell'interesse della quale ha agito il dipendente, il rappresentante legale o negoziale, ovvero nei confronti dell'ente e società, con o senza personalità giuridica, nell'interesse dei quali ha agito il rappresentante o l'amministratore anche di fatto, nonché nei confronti dei loro soci o associati”*.

Il nocciolo duro della disposizione è indubbiamente costituito dal primo comma, il cui meccanismo applicativo ricalca abbastanza da vicino quello dell'art. 12, legge n. 516 del 1982, seppure con alcune significative differenze. Da un lato, infatti, tanto la legge delega quanto il decreto delegato attribuiscono efficacia *“di giudicato”* esclusivamente alla sentenza penale di assoluzione, escludendo che possa rilevare nel processo tributario la sentenza penale di condanna — ma sul tema tornerò *infra*.

D'altra parte, mentre resta fermo il richiamo all'identità dei *“fatti materiali”* come criterio identificativo dell'efficacia della sentenza penale (di assoluzione), rispetto all'art. 12, legge n. 516 del 1982, viene meno qualsiasi riferimento alle ipotesi di reato che devono essere oggetto del processo penale. Si tratta di una scelta che, in sé, va accolta con favore, poiché pone univocamente al centro della dinamica fra processo penale e tributario il fatto materiale⁽¹²⁾, senza ulteriori condizionamenti che potrebbero precludere la possibilità di fruire dell'assoluzione penale in sede tributaria per l'assenza di una condizione di per sé estranea alla logica di fondo della disposizione.

Fermo restando che, visto il ruolo di criterio applicativo attribuito al

⁽¹²⁾ Com'è stato osservato anche da A. GIOVANNINI, *I rapporti tra sanzioni e tra processi: il fatto materiale nuovo paradigma ordinamentale*, in E. MANZON, G. MELIS (a cura di), *Il diritto tributario nella stagione delle riforme*, Pisa, 2024, pp. 239 ss.

concetto di “fatto materiale”, come accennato si riproporranno, anche con riferimento all’art. 21-*bis*, cit., le stesse questioni che erano già emerse durante la vigenza dell’art. 12, legge n. 546 del 1982 circa la corretta interpretazione del sintagma. Difatti, a fronte del più vasto ambito applicativo della norma — essendo venuto meno, per l’appunto, il riferimento alle singole ipotesi di reato — l’efficacia della sentenza penale resta subordinata a una verifica caso per caso della compatibilità logica fra i “fatti materiali” così come accertati dal giudice penale con quelli posti a fondamento dell’accertamento tributario; verifica che resterà particolarmente complessa nel caso di accertamenti fondati su metodi induttivi o sintetici e che, in quanto tali, mirano a ricostruire grandezze complessive piuttosto che specifiche operazioni, come invece più spesso accade in sede penale.

Così brevemente descritto il contenuto dell’art. 21-*bis*, cit., e facendo rinvio a quanto dirò *infra* con riferimento alle molteplici criticità che solleva, va affrontato anche il tema relativo all’efficacia intertemporale della novella; da parte di alcuni si era, invero, esclusa la possibilità di applicare retroattivamente la disposizione, sottolineandosene la natura sostanziale, nella misura in cui essa influenza la decisione della controversia. Di segno opposto, tuttavia, è l’orientamento della Cassazione⁽¹³⁾, che può ritenersi in via di consolidamento — pur non essendo privo di criticità, come dirò subito — secondo il quale all’art. 21-*bis* dovrebbe attribuirsi efficacia retroattiva.

In effetti, mentre le primissime pronunce di legittimità non offrivano argomentazioni a sostegno di tale conclusione — potendosi, per quanto implicitamente, forse ritenere che le stesse avessero inteso fare applicazione del principio del *favor rei* — nella sentenza n. 30814 del 2 dicembre 2024 (richiamata più di recente dalla sentenza n. 1021 del 16 gennaio 2025) si legge che la disposizione appare “*avere carattere processuale, incidendo sulla efficacia esterna nel processo tributario del giudicato penale (il primo comma) e sulle modalità di produzione nel giudizio di cassazione (il secondo comma)*”. A sostegno della qualificazione della norma come processuale, viene richiamato (non a caso, evidentemente) il previgente orientamento della Cassazione riferito all’efficacia dell’art. 645 c.p.p. come norma sopravvenuta rispetto all’art. 12, legge n. 546 del 1982, ove si era sancita la rilevanza retroattiva della prima poiché attinente “*ai poteri-doveri del giudice civile (od amministrativo) quando statuisce dopo il formarsi di giudicato penale, e, quindi, alla fase decisionale del relativo procedimento, di modo che deve trovare applicazione quando tale fase sia successiva alla sua entrata in vigore*”⁽¹⁴⁾.

Fermo restando che trattasi di un orientamento che, da un punto di vista pratico, può unicamente avere riflessi positivi, almeno nell’ottica del contri-

⁽¹³⁾ Cass. civ., n. 1144/2025; Cass. civ., n. 1021/2025; Cass. civ., n. 936/2025; Cass. civ., n. 30814/2024; Cass. civ., n. 21584/2024; Cass. civ., n. 23609/2024; Cass. civ., n. 23570/2024; Cass. civ., n. 20263/2024.

⁽¹⁴⁾ Cass. civ., n. 7403/1995.

buente — vista la particolare struttura dell'art. 21-bis, cit. — non posso sottacere qualche preoccupazione sulla tenuta di siffatta conclusione, in ragione del principio (peraltro richiamato dalla stessa Corte nella sentenza n. 30814 del 2024) secondo il quale *“sono sostanziali le norme che consistono in regole di giudizio la cui applicazione ha una diretta ricaduta sulla decisione di merito, di accoglimento o di rigetto della domanda, mentre hanno carattere processuale le disposizioni che disciplinano i modi di deduzione, ammissione e assunzione delle prove”* ⁽¹⁵⁾.

E allora, se certamente può considerarsi come norma processuale il secondo comma dell'art. 21-bis, cit. — vertendo esclusivamente sulle modalità di assunzione della sentenza penale, in quanto prova legale, nel processo di legittimità — merita di essere ulteriormente meditata la circostanza che la stessa qualifica possa valere *de plano* con riferimento al primo comma, poiché l'attribuzione di un valore di “giudicato” ai fatti materiali così come accertati nella sentenza penale non può che influenzare la decisione di merito.

Quanto, invece, all'efficacia delle sentenze tributarie in ambito penale — che dovrebbe costituire il parallelo, quantomeno teorico, dell'art. 21-bis, cit. — il legislatore delegato aveva il non facile compito di attuare una delega alquanto laconica, poiché il criterio previsto all'art. 20, comma 1, lett. b), n. 2) della legge delega era semplicemente teso ad *“attribuire specifico rilievo alle definizioni raggiunte in sede amministrativa e giudiziaria ai fini della rilevanza penale del fatto”*. Il Governo, come noto, ha dato attuazione al predetto criterio direttivo attraverso l'inserimento del comma 1-bis nell'art. 20 del d.lgs. n. 74/2000, a mente del quale *“[l]e sentenze rese nel processo tributario, divenute irrevocabili, e gli atti di definitivo accertamento delle imposte in sede amministrativa, anche a seguito di adesione, aventi a oggetto violazioni derivanti dai medesimi fatti per cui è stata esercitata l'azione penale, possono essere acquisiti nel processo penale ai fini della prova del fatto in essi accertato”*.

La disposizione, dunque, non comporta uno specifico obbligo, da parte del giudice penale, di conformazione al giudicato tributario o agli “atti di definitivo accertamento”, potendo essi soltanto valere come eventuale prova — come si evince dall'utilizzo del verbo “possono” — soggetta alla valutazione del giudicante. La portata della norma, invero, appare innovativa soltanto con riferimento agli accertamenti definitivi, poiché, con riferimento alla rilevanza delle sentenze definitive, la novella parrebbe meramente ricognitiva degli approdi ai quali era già giunta la Cassazione. Secondo la giurisprudenza di legittimità, infatti il recepimento, da parte del giudice penale, dell'accertamento sul fatto emergente da una sentenza irrevocabile pronunciata in esito al processo tributario doveva ritenersi sì consentito, ai sensi dell'art. 238-bis c.p.p., ma doveva accompagnarsi (tenuto conto del richiamo agli artt. 187 e

⁽¹⁵⁾ Cass. civ., n. 18912/2018.

192 c.p.p. ivi contenuto) ad una verifica della sua compatibilità con le risultanze del processo penale⁽¹⁶⁾.

Disposizione che, peraltro, costituisce il frutto di scelte alquanto discutibili, poiché sono a tutti note le dinamiche che possono portare i contribuenti alla scelta di aderire alle risultanze dell'accertamento e che quasi mai sono unicamente dipese dalla fondatezza, nel merito, dei rilievi dell'Amministrazione finanziaria. Di talché, a fronte di un ennesimo tentativo di influenzare le scelte del contribuente, non può escludersi un esito del tutto paradossale come quello di disincentivare il ricorso all'istituto dell'accertamento con adesione visti i possibili risvolti che lo stesso ora potrà assumere in sede penale, con buona pace degli intenti di deflazione del contenzioso che caratterizzano, almeno a parole, la cd. "riforma".

4. Le problematiche del coordinamento: la (ir)razionalità di una "riforma" "in cerca di autore".

Così ricostruito il contenuto dell'intervento normativo, a mio giudizio esso si contraddistingue non solo, su un piano più astratto, come un tentativo (mal riuscito e mal celato) di "gerarchizzazione" dei processi ma, altresì, per alcuni tangibili passi falsi che instaureranno verosimilmente un rilevante contenzioso, oltre a potersi paradossalmente rifrangere negativamente sull'andamento del processo penale.

Ineludibile è domandarsi, *in primis*, quale possa essere la *ratio* che consente di interpretare coerentemente una norma come quella enucleata dall'art. 21-bis, cit. A mio giudizio non è sufficiente osservare come la disposizione intenda riconoscere la superiore affidabilità dell'accertamento dei "fatti materiali" così come emerge da una sentenza di assoluzione irrevocabile adottata in alcune delle formule di cui all'art. 530, comma 1, c.p.p. — e, nello specifico, *"perché il fatto non sussiste o l'imputato non lo ha commesso"*⁽¹⁷⁾.

Finalità che, innegabilmente, accomuna il "vecchio" art. 12, legge n. 516 del 1982 con l'art. 21-bis, cit. e che può, ad esempio, portare a escludere la rilevanza ai sensi di quest'ultima disposizione delle sentenze penali rese all'esito di riti alternativi o, com'è stato recentemente statuito dalla giurisprudenza di legittimità, al giudicato formatosi all'esito dell'udienza preliminare. Secondo la Cassazione, infatti, la sentenza emessa dal giudice delle indagini preliminari *"non è stata adottata a seguito della celebrazione del dibattimento e la ripetizione della prova assunta durante le indagini preliminari connessa a dibattimento"*, escludendosi una irragionevolezza di tale

⁽¹⁶⁾ Cfr. Cass. pen., n. 14855/2012.

⁽¹⁷⁾ Circa il fatto che l'accertamento in sede penale del fatto risulti quello maggiormente accreditato, cfr. da A. GIOVANNINI, *I rapporti tra sanzioni e tra processi: il fatto materiale nuovo paradigma ordinamentale*, in E. MANZON, G. MELIS (a cura di), *Il diritto tributario nella stagione delle riforme*, cit., pag. 164.

scelta stante il “*diverso contenuto probatorio alla base della decisione*”⁽¹⁸⁾. Un obiettivo che, tuttavia, non riesce comunque a spiegare esaustivamente le scelte sottese alla peculiare formulazione dell’art. 21-*bis*, cit.; in effetti, se si ritiene che una sentenza emessa a seguito di dibattimento costituisca il metodo migliore per l’accertamento di un determinato fatto storico, allora non si vede per quale ragione dovrebbe valere esclusivamente la sentenza di assoluzione e non, altresì, quella di condanna — e la Cassazione si è ben guardata, per ora, dal precisare e sviluppare la questione, limitandosi come si è detto a un’interpretazione (forse fin troppo) agganciata al dato letterale della disposizione.

Le stesse considerazioni varrebbero, *mutatis mutandis*, qualora si intendesse intravedere nell’art. 21-*bis* una norma finalizzata ad attenuare il sistema del doppio binario in vista di un’applicazione del divieto di *ne bis in idem* processuale. Quest’ultima è la tesi sposata anche dalla Cassazione la quale, nelle recentissime sentenze n. 936 del 15 gennaio 2025 e n. 1021 del 16 gennaio 2025, confermando la valenza retroattiva della novella (in quanto norma processuale) afferma che “[l]a ratio della riforma, evincibile del criterio direttivo della legge delega, è quella di rafforzare l’integrazione dei sistemi sanzionatori nella prospettiva del rispetto del principio del *ne bis in idem*”. Ciò atteso che “il legislatore si propone la razionalizzazione del sistema sanzionatorio amministrativo e penale, anche attraverso una maggiore integrazione tra i diversi tipi di sanzione, ai fini del completo adeguamento al principio del *ne bis in idem*”, prospettiva che, secondo la Corte, “spiega la rilevanza del solo giudicato assolutorio”.

A mio parere, pur non potendo affrontare nello specifico il tema, è da un lato evidente che ancora oggi, nonostante lo specifico intervento di cui all’art. 21-*ter*, d.lgs. n. 74 del 2000 (che è unicamente dedicato al versante del *quantum* sanzionatorio), l’impossibilità di sospendere il processo tributario in attesa di quello penale può intaccare il rispetto del divieto di *ne bis in idem* processuale nel nostro ordinamento⁽¹⁹⁾. Dall’altro, quand’anche si volesse ritenere che l’art. 21-*bis* costituisca una risposta, per quanto non risolutiva, alla necessità di attuare il principio del *ne bis in idem* processuale, a differenza di quanto afferma la Corte nella pronuncia citata poc’anzi resterebbe comunque ferma l’irrazionalità di una disposizione il cui ambito applicativo si riferisce soltanto all’ipotesi assolutoria; è infatti evidente che anche nel caso di sentenza penale di condanna irrevocabile costituirebbe pur sempre una lesione del *ne bis in idem* processuale celebrare un secondo processo sugli stessi fatti materiali senza alcun coordinamento fra i giudizi⁽²⁰⁾.

Queste considerazioni, che denotano forse una certa mancanza di fami-

⁽¹⁸⁾ Cass. civ., n. 1144/2025.

⁽¹⁹⁾ L’insoddisfacente attuazione del principio del *ne bis in idem* da parte della riforma è stata colta anche da altri autori e nella stampa specializzata.

⁽²⁰⁾ In questo senso, anche, L. TOSI, *La nuova disciplina del rapporto tra processo tributario e processo penale*, in *Taxnews*, 25 novembre 2024.

liarità del legislatore tributario con la materia penale, risultano fondamentali per saggiare correttamente le problematiche interpretative più concrete poste dall'introduzione dell'art. 21-bis e del comma 1-bis dell'art. 20, d.lgs. n. 74 del 2000, che si collocano, a ben vedere, su molteplici piani.

Preliminarmente, da un punto di vista di tecnica normativa, una prima rilevante criticità è relativa al fatto che il delegato — ma lo stesso rimprovero è stato mosso già con riguardo alla legge delega ⁽²¹⁾ — ha introdotto una disposizione specifica quale l'art. 21-bis, cit. nel *corpus* del d.lgs. n. 74 del 2000 senza curarsi in alcun modo di coordinarla con l'art. 654 c.p.p. che, come noto, è la norma storicamente deputata a disciplinare l'efficacia del giudicato penale in altri processi. Secondo quest'ultima disposizione, infatti, “[n]ei confronti dell'imputato, della parte civile e del responsabile civile che si sia costituito o che sia intervenuto nel processo penale, la sentenza penale irrevocabile di condanna o di assoluzione pronunciata in seguito a dibattimento ha efficacia di giudicato nel giudizio civile o amministrativo, quando in questo si controverte intorno a un diritto o a un interesse legittimo il cui riconoscimento dipende dall'accertamento degli stessi fatti materiali che furono oggetto del giudizio penale, purché i fatti accertati siano stati ritenuti rilevanti ai fini della decisione penale e purché la legge civile non ponga limitazioni alla prova della posizione soggettiva controversa”.

Ed è appena il caso di ricordare che, *ante* riforma, proprio la condizione contemplata dall'ultima parte dell'art. 654 c.p.c. — *i.e.*, il fatto che la disciplina regolatrice del processo “in entrata” non disponesse limitazioni alla prova della posizione soggettiva controversa — aveva inibito qualsiasi efficacia vincolante del giudicato penale nel processo tributario poiché, come di recente ricordato dalla Corte di Cassazione, “in questo, da un lato, vigono limitazioni della prova (come il divieto della prova testimoniale) e, dall'altro, possono valere anche presunzioni inidonee a supportare una pronuncia penale di condanna” ⁽²²⁾. Conseguentemente, il giudice tributario non poteva “limitarsi a rilevare l'esistenza di una sentenza definitiva in detta materia, estendendone automaticamente gli effetti con riguardo all'azione accertatrice del singolo ufficio, ma, nell'esercizio dei propri autonomi poteri di valutazione della condotta delle parti e del materiale probatorio acquisito agli atti, deve, in ogni caso, verificarne la rilevanza nell'ambito specifico in cui esso è destinato ad operare” ⁽²³⁾.

Ora, pur essendosi indubbiamente riavvicinati gli *standard* probatori dei due giudizi, tramite l'introduzione del comma 5-bis nell'art. 7 del d.lgs. n. 546 del 1992 ⁽²⁴⁾ e della testimonianza scritta (art. 7, comma 4, d.lgs. n. 546 del

⁽²¹⁾ A. LOVISOLO, “Doppio binario” fra esiti del processo penale e tributario: necessità di un coordinamento normativo e inconfigurabilità di automatici effetti delle sentenze penali nel processo tributario; (limitata) rilevanza nel processo penale delle sentenze e “definizioni” tributarie, in *Dir. Prat. Trib.*, 2024, pp. 1310 ss.

⁽²²⁾ Cass. civ., n. 16853/2024.

⁽²³⁾ Cass. civ., n. 16853/2024.

⁽²⁴⁾ In merito, cfr. F. TUNDO, *La tela di Penelope delle riforme fiscali, tra Giustizia e legge*

1992), ancora oggi persistono alcune notevoli differenze fra di essi. Se il comma 5-*bis*, nella parte in cui si riferisce all'onere dell'Amministrazione finanziaria di provare la pretesa “*in modo circostanziato e puntuale*” evoca l'analoga formulazione rintracciabile nell'art. 533 c.p.p. secondo la quale la prova va raggiunta “*al di là di ogni ragionevole dubbio*”, significative differenze persistono ancora oggi proprio con riferimento ai profili che storicamente hanno escluso l'efficacia vincolante del giudicato penale. Mi riferisco, ad esempio, al fatto che la prova testimoniale scritta viene formata, prima, e acquisita, poi, in assenza di un “vero” contraddittorio, poiché il teste sottoscrive in solitudine i capitoli di prova, così differendo radicalmente dalla prova testimoniale così come conosciuta nel processo penale, che si forma nel dibattimento di fronte al giudice e alle parti. E, ancora, nulla è cambiato con riferimento all'utilizzabilità, nel processo tributario, di prove presuntive e metodi di accertamento sintetici o induttivi.

Le considerazioni sinora esposte consentono, dunque, di escludere che ad oggi si possano ritenere superati i limiti all'applicabilità nel processo tributario dell'art. 654 c.p.p., come pure è stato prospettato in dottrina⁽²⁵⁾. A tal riguardo, non solo può condividersi la posizione di chi esclude l'applicabilità del giudicato esterno penale ex art. 654 c.p.p. (anche) vista la natura di norma speciale dell'art. 21-*bis*, cit.⁽²⁶⁾, ma resta fermo che ancora oggi la specialità, dal punto di vista probatorio, del processo tributario costituisce uno scoglio difficilmente superabile⁽²⁷⁾.

Insomma, se si tirano le fila dell'intervento normativo, si può dire che, pur prendendo come riferimento il tentativo già esperito tramite l'art. 12, legge n. 546 del 1982, il legislatore ha introdotto un assetto che verosimilmente aggrava le irrazionalità che già contraddistinguevano la precedente disposizione. Non solo, infatti, occorre domandarsi quali spazi concreti di applicabilità possa avere una norma che presuppone la maggiore speditezza del processo penale rispetto a quello tributario, posto che semmai è quasi sempre vero il contrario ma — stante la laconicità del *dictum* della Consulta riferito all'art. 12, legge n. 546 del 1982 — occorre seriamente interrogarsi circa la razionalità di un assetto che, pur riconoscendo la superiore affidabi-

delega: epicidio della certezza del diritto? (Parte seconda), in *Riv. Tel. Dir. Trib.*, 9 novembre 2023; ID., *La tela di Penelope delle riforme fiscali, tra Giustizia e legge delega: epicidio della certezza del diritto? (Parte prima)*, in *Riv. Tel. Dir. Trib.*, 7 novembre 2023.

⁽²⁵⁾ A. LOVISOLO, “Doppio binario” fra esiti del processo penale e tributario: necessità di un coordinamento normativo e inconfigurabilità di automatici effetti delle sentenze penali nel processo tributario; (limitata) rilevanza nel processo penale delle sentenze e “definizioni” tributarie, cit.

⁽²⁶⁾ A. GIOVANNINI, *I rapporti tra sanzioni e tra processi: il fatto materiale nuovo paradigma ordinamentale*, in E. MANZON, G. MELIS (a cura di), *Il diritto tributario nella stagione delle riforme*, cit., pag. 165.

⁽²⁷⁾ In questo senso G. SCANU, *Giudicato penale e processo tributario tra standard probatori e riforma del sistema punitivo tributario*, in *Riv. Trim. Dir. Trib.*, 2024, pp. 417 ss.; L. SALVINI, *Il doppio binario penale-tributario e il transito delle prove dal procedimento penale al procedimento e processo tributario*, in F. ANELLI, A. BRIGUGLIO, A. CHIZZINI, M. DE POLI, E. GRAGNOLI, M. ORLANDI, L. TOSI (a cura di), *L'onere della prova*, Padova, 2024, pp. 1723 ss.

lità dell'accertamento dei fatti compiuto dal giudice penale, preclude comunque la possibilità di sospensione del giudizio tributario⁽²⁸⁾. Un assetto a fronte del quale, come anticipato e com'è stato già opportunamente osservato⁽²⁹⁾, è verosimile ritenere che si potrebbero registrare, da parte delle Procure, forti resistenze al passaggio in giudicato delle sentenze di assoluzione nonché, da parte dell'Amministrazione finanziaria, costituzioni di parte civile nel processo penale.

Non resta, insomma, altra opzione che quella di considerare la scelta del legislatore come squisitamente politica, non potendosi al contempo sottacere l'irrazionalità di una disposizione che stride irrimediabilmente con i principi dell'ordinamento ai quali invece dovrebbe ispirarsi. Ma v'è di più, poiché diventa inevitabile domandarsi se si debba intravedere nelle modifiche all'assetto dei rapporti fra giudizio penale e tributario un tentativo di subordinazione delle risultanze del secondo rispetto al primo, stante la pressoché totale assenza di "peso specifico" che la sentenza tributaria può avere nel processo penale; una scelta, conseguentemente, dalla quale traspare una certa diffidenza per il processo tributario che, seppure con alcuni nodi irrisolti⁽³⁰⁾, ha ormai piena dignità di giurisdizione speciale. Tentativo che, in ogni caso, risulterebbe mal riuscito, poiché — esattamente come già accaduto per l'art. 12, legge n. 546 del 1982 — il criterio del "fatto materiale" finisce per riconoscere la specialità del giudice tributario, che resta (e non potrebbe essere diversamente) unico padrone e garante di tale materia.

Addendum: il rischio di un conflitto istituzionale di cui non si sentiva il bisogno.

Mentre questo lavoro andava in stampa, la Corte di cassazione ha depositato una sentenza (Sez. Trib., n. 3800, Pres. Bruschetta, rel. Fuochi Tinarelli, 15 gennaio-14 febbraio 2025) che costituisce una soluzione di continuità tanto netta quanto imprevedibile rispetto alle pronunce rese sino a quel momento. Grazie alla disponibilità dell'Editore in sede di correzione di bozze riesco ad apportare una breve annotazione al termine di questo lavoro ma non mi è possibile commentarla come vorrei e mi riservo dunque di farlo in altra sede. La prima sensazione è che la pronuncia voglia anteporre un intento de-

⁽²⁸⁾ Pur non potendosi nascondere le perplessità che pone anche l'opposta soluzione (ossia il superamento del regime del doppio binario nel senso di una sospensione del processo tributario in attesa del giudicato penale) che comporterebbe una paralisi della giustizia tributaria in attesa dei tempi, solitamente ben più lunghi, di quella penale. Allo stato attuale, non pare francamente nemmeno convincente l'opinione di chi ha sostenuto un "ontologico superamento" del divieto di sospensione del processo tributario, di cui all'art. 20, comma 1, d.lgs. n. 74 del 2000, proponendo una sorta di *interpretatio abrogans* della disposizione che, a mio parere, deve invece necessariamente passare dal legislatore, cfr. A. LOVISOLO, *Superamento (limitato) del "doppio binario" e funzione interpretativa del giudice tributario, con particolare riferimento all'applicazione di presunzioni legali*, in *GT-Riv. Giur. Trib.*, 2025, pp. 13 ss.

⁽²⁹⁾ L. TOSI, *La nuova disciplina del rapporto tra processo tributario e processo penale*, cit.

⁽³⁰⁾ F. TUNDO, *La Giustizia tributaria, anatra zoppa a causa di una buona riforma (forse) incostituzionale (con alcune ipotesi di modifica)*, in *Riv. Tel. Dir. trib.*, 27 marzo 2023.

molitorio della riforma (e dei precedenti di legittimità: *cui prodest?*) ad una ermeneutica rigorosa. In questo senso mi pare deponga l'elemento centrale della motivazione (che a tratti pare un *obiter dictum* di dimensioni inconsuete), che poggia sulla collocazione spaziale (in prossimità di disposizioni che involgono la riforma delle sanzioni) del criterio direttivo della legge delega in attuazione del quale è stato emanato il decreto legislativo che ha introdotto l'art. 21-*bis*, nonché ulteriori argomenti formalistici, a mio avviso non particolarmente apprezzabili. Mi pare costituisca un'altra forzatura il fatto che la sentenza n. 3800/2025 non abbia voluto tener conto dell'insussistenza dei presupposti di applicazione della novella dell'art. 21-*bis* (nel processo penale non si era ancora formato il giudicato), quasi vi fosse una... urgente impellenza di affermare il principio di diritto per interrompere il flusso di pronunce che si stava formando. La sentenza n. 3800 del 2025 è già stata criticata, con accenti diversi, nei primissimi commenti "a caldo" della dottrina⁽³¹⁾, che sono a mio avviso condivisibili e altri, ne sono certo, arriveranno ancora. Vorrei brevemente porre in luce un diverso ordine di considerazioni.

A un certo punto, nel corso della lettura, ho avuto la sensazione che l'iniziativa della Corte di cassazione sia un ulteriore tentativo di sostituirsi al legislatore. Forse non si tratta solo di questo perché per un attimo mi è sembrato anche che fosse espressione di una sorta di "competizioone" tutta interna alla Sezione Tributaria della Cassazione. Nel merito, ritengo si tratti di un intervento non solo tecnicamente errato, ma anche *inopportuno*, perché siamo dinanzi ad una disposizione appena introdotta, ancora in via di assestamento, sulla quale già la Corte stava assumendo una buona costanza interpretativa, con arresti capaci di "compensare" efficacemente i (non pochi) limiti del testo legislativo, senza metterne in discussione l'impianto. Tentativo che, in fin dei conti, è anche mal riuscito perché, per eterogenesi dei fini, ha finito per mettere in luce un profilo comunque apprezzabile della riforma, pur privo di una adeguata collocazione sistematica, ma che merita di essere tutelato: il miglioramento della circolazione dell'accertamento dei fatti tra il processo penale e quello tributario.

Il fatto è che il rapporto tra i processi penale e tributario è materia di grande rilevanza sistematica. Non può essere abbandonata all'incertezza di interpretazioni mutevoli o... umorali da parte della giurisprudenza, perché questo significherebbe compromettere la prevedibilità del diritto, alimentare l'incertezza e minare l'affidamento dei cittadini nell'ordinamento e nella Giustizia. Tuttavia, mi sento in obbligo di osservare, non può nemmeno essere disciplinata in modo esitante e frammentario come purtroppo ha fatto la riforma e come ho cercato di spiegare nei paragrafi precedenti. Se la materia

⁽³¹⁾ A. SALVATI, *Innocenti evasori: la Cassazione verso il triplo binario e oltre. Osservazioni a Cass. Civ., sez. V, 14 febbraio 2025, n. 3800*, in *Rivista telematica di diritto tributario*, 20 febbraio 2025; A. CARINCI, *Il difficile bilanciamento tra sistematica e realtà applicativa nel ragionamento della suprema corte in tema di operatività dell'articolo 21-bis Del.lgs. n. 74/2000*, in *G.IUS*, 25 febbraio 2025.

fosse stata regolata con maggiore rigore e coerenza, a partire ovviamente dalla legge delega, probabilmente non si sarebbe aperto uno spazio per un intervento giurisprudenziale così controverso. L'errore, quindi, non è solo nella sentenza n. 3800 della Corte di cassazione (che appare oggettivamente indifendibile), ma più a monte è ascrivibile al legislatore, che ha lasciato irrisolte questioni di grande rilevanza, alimentando dubbi e determinando occasioni per "fughe in avanti" interpretative.

Il problema ora, si sposta sulle possibili conseguenze di una così marcata soluzione di continuità nella linea interpretativa della Corte di cassazione. Occorre chiedersi, in particolare, cosa accadrebbe se il legislatore dovesse intervenire, come taluno ha già ipotizzato, con una disposizione correttiva o addirittura di carattere interpretativo. Se il legislatore scegliesse la via della norma interpretativa per porre un argine ad una interpretazione della Corte che, al momento isolata, è (solo) ipotizzabile possa avere un seguito, si tratterebbe a mio avviso di un altro errore e occorrerebbe valutare con attenzione le implicazioni di una lesione delle prerogative del potere giudiziario. Il timore, inoltre, è che si possano ripetere le note vicende che hanno interessato l'art. 20 dell'imposta di registro, con un susseguirsi di "mosse e contromosse" dei due poteri dello Stato, sino al confine con il conflitto di attribuzione, che non fanno bene alla credibilità del sistema e delle istituzioni più in generale. Mentre solo una leale collaborazione tra i poteri dello Stato può garantire stabilità, coerenza e certezza del diritto.

GIURISPRUDENZA E ATTUALITÀ IN MATERIA DI DIRITTO EUROPEO E INTERNAZIONALE

GIURISPRUDENZA ANNOTATA

Giurisprudenza di fiscalità internazionale ed europea

Abuso del Trattato e onere della prova nella cessione di crediti: l'interpretazione dell'Upper Tribunal in merito all'articolo 12, par. 5, della Convenzione Fiscale UK-Irlanda (in nota alla sentenza dell'Upper Tribunal, del 31 maggio 2024, n. 152) (di ANDREA MONACI)

Con decisione del 31 maggio 2024, l'Upper Tribunal britannico ha stabilito che l'articolo 12, par. 5, del Trattato fiscale tra Regno Unito e Irlanda non trova applicazione nel caso in cui la cessione di un credito sia motivata da ragioni economiche e commerciali effettive, anziché dalla volontà di ottenere un vantaggio fiscale illecito.

Nel 2018, la SAAD Investments Company Ltd (di seguito SICL), società residente nelle Isole Cayman, ha ceduto il suo diritto di credito nei confronti della Lehman Brothers International (Europe), società residente nel Regno Unito, alla Burlington Loan Management (di seguito BLM), società irlandese, per un valore pari a 83,5 milioni di sterline. A seguito della suddetta operazione, la BLM ha incassato interessi pari a 72 milioni di sterline da parte della Lehman Brothers International, la quale, in ottemperanza alla legislazione interna, ha operato una ritenuta alla fonte a titolo di imposta pari al 20% sugli stessi. Nello specifico, la normativa domestica prevede che gli interessi pagati da un soggetto residente nel Regno Unito a un soggetto non residente siano soggetti a ritenuta a titolo di imposta, ai sensi dell'articolo 874 dell'Income Tax Act 2007, pari al 20% sugli stessi.

Ciò premesso, la società formulava richiesta di rimborso all'Amministrazione finanziaria britannica, ritenendo di poter beneficiare di quanto stabilito dall'articolo 12, par. 1, della Convenzione fiscale tra Regno Unito e Irlanda, che stabilisce l'imponibilità unicamente nello Stato di residenza del beneficiario (ovvero unicamente in Irlanda). L'Amministrazione, tuttavia, rigettava l'istanza ritenendo che, nel caso di specie, dovesse applicarsi la clausola antiabuso prevista dall'articolo 12, par. 5, della Convenzione, in quanto lo scopo principale o, comunque uno degli scopi principali, della cessione del credito fosse quello di trarre un indebito vantaggio fiscale. A giudizio dell'Ente

impositore, l'intento elusivo sarebbe dimostrato dal fatto che la BLM abbia agito nella consapevolezza di poter beneficiare della non imposizione nel Regno Unito in base all'articolo 12, par. 1, del Trattato.

La società impugnava il diniego e il Tribunale di primo grado accoglieva il ricorso concludendo circa l'applicabilità della disposizione pattizia da ultimo richiamata, con conseguente imponibilità degli interessi unicamente in Irlanda. Nel dettaglio, i giudici, sottolineavano che, nel caso in esame, non vi fossero prove sufficienti per ritenere che il trasferimento fosse stato effettuato principalmente per ragioni fiscali. Inoltre, la circostanza che la BLM avesse acquistato il diritto agli interessi a un prezzo inferiore del loro valore nominale non implicherebbe automaticamente l'esistenza di un intento elusivo. Il Tribunale di primo grado accoglieva quindi il ricorso di BLM, ordinando il rimborso della ritenuta trattenuta alla fonte.

L'Amministrazione finanziaria proponeva appello avverso la suddetta sentenza sostenendo che l'operazione in parola fosse stata strutturata al fine di ottenere un indebito vantaggio fiscale. L'appellante contestava altresì che il giudice di prime cure non avesse adeguatamente valutato la circostanza che la BLM avesse acquistato il credito a un prezzo corrispondente al "risparmio" dell'imposta che si sarebbe applicata alla fonte nel Regno Unito.

Venendo alla decisione in commento, l'Upper Tribunal ha dovuto valutare l'adeguatezza della prova fornita dall'Amministrazione nel dimostrare che la cessione del credito fosse abusiva con conseguente applicabilità dell'articolo 12, par. 5, del Trattato che, come anticipato, esclude l'esenzione di cui al par. 1 se la cessione del credito sia stata effettuata con lo scopo principale di ottenere un vantaggio fiscale e, infine, l'interpretazione dell'intento soggettivo delle parti nella cessione del credito, in conformità con la Convenzione di Vienna sul diritto dei trattati.

Ebbene, i giudici di appello hanno ritenuto che l'Amministrazione non avesse adeguatamente soddisfatto l'onere probatorio a suo carico, nel dimostrare che lo scopo principale della cessione fosse il vantaggio fiscale. Nel dettaglio, in merito all'applicazione della clausola convenzionale antiabuso, l'Upper Tribunal ha ritenuto che l'operazione avesse una valida giustificazione commerciale, in quanto la SICL ha ceduto il credito per ottenere liquidità immediata e ridurre i rischi legati alla riscossione futura. La BLM ha acquistato altresì il diritto agli interessi a un prezzo equo e non fittizio. Nello specifico, i giudici hanno sottolineato che il verificarsi di un beneficio fiscale non è sufficiente a dimostrare l'abuso. L'interpretazione delle clausole antiabuso deve essere effettuata, infatti, caso per caso, considerando l'intento soggettivo delle parti e la presenza di ragioni economiche valide. La loro interpretazione deve avvenire in buona fede e secondo il significato ordinario del Trattato, come stabilito dall'articolo 31 della Convenzione di Vienna sul diritto dei trattati. Ebbene, l'articolo 12, par. 5, del Trattato non si applica automaticamente a qualsiasi assegnazione di crediti che comporti un rispar-

mio fiscale, ma è necessario dimostrare un intento principale di elusione fiscale.

Nonostante la sentenza sia soggetta ad ulteriore impugnazione, è stato affermato un precedente rilevante circa la necessità di un onere probatorio rigoroso a carico dell'Amministrazione finanziaria, rafforzando il principio secondo cui l'esistenza di un beneficio fiscale non è di per sé sufficiente a giustificare l'applicazione delle norme antiabuso previste dai trattati. Infine, indubbiamente, la decisione ha avuto quale effetto fisiologico quello di rassicurare gli investitori del mercato secondario dei crediti, chiarendo che operazioni commerciali legittime non saranno automaticamente considerate abusive.

Bibliografia

- DE BROE, L., *International Tax Planning and Prevention of Abuse*, Amsterdam: IBFD Publications BV, 2009, Vol. 14 Doctoral Series; Van Weeghel, S., *Improper Use of Tax Treaties*, London/The Hague/Boston: Kluwer Law International, 1998.
- RICHARD CURTIS, *Burlington Loan Management DAC contro i Commissioners for His Majesty's Revenue and Customs (Commissari delle Entrate e delle Dogane di Sua Maestà)*, IBFD, 2024.

MASSIME

Giurisprudenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 370 — Allegato X, parte A, punto 2) — Deroga — Ambito di applicazione — Attività di un ente radiotelevisivo pubblico finanziate mediante un canone obbligatorio versato dai detentori di apparecchi capaci di captare trasmissioni radiofoniche e televisive.

1) L'articolo 2, paragrafo 1, lettera c), e l'articolo 370 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, letti in combinato disposto con l'allegato X, parte A, punto 2), di tale direttiva, devono essere interpretati nel senso che: essi non ostano a che uno Stato membro, il quale, al 1° gennaio 1978, assoggettava all'imposta sul valore aggiunto un'attività di radiodiffusione pubblica finanziata mediante un canone legale obbligatorio versato da qualsiasi soggetto proprietario di apparecchiature capaci di ricevere programmi radiotelevisivi, possa continuare a tassare detta attività, indipendentemente dalla questione se tale attività rientri nella nozione di « prestazioni di servizi effettuate a titolo oneroso », ai sensi del citato articolo 2, paragrafo 1, lettera c).

2) L'articolo 370 della direttiva 2006/112, letto in combinato disposto con l'allegato X, parte A, punto 2), di tale direttiva, deve essere interpretato nel senso che: esso non osta a che uno Stato membro, il quale, al 1° gennaio 1978, assoggettava all'imposta sul valore aggiunto un'attività di radiodiffusione pubblica finanziata mediante un canone legale obbligatorio versato da qualsiasi soggetto proprietario di un ricevitore radio o di un televisore, possa continuare a tassare questa attività qualora la normativa relativa al canone suddetto sia stata modificata dopo la data di cui sopra in modo tale che il canone in questione viene riscosso in ragione del possesso di qualunque apparecchio capace di ricevere i programmi di radiodiffusione, ivi compresi gli smartphones e i computer.

3) L'articolo 370 della direttiva 2006/112, letto in combinato disposto con l'allegato X, parte A, punto 2), di tale direttiva, deve essere interpretato nel senso che: esso non osta a che uno Stato membro, il quale, al 1° gennaio 1978, assoggettava all'imposta sul valore aggiunto un'attività di radiodiffusione pubblica finanziata mediante un canone legale obbligatorio, possa continuare a tassare questa attività qualora la normativa relativa al canone suddetto sia stata modificata dopo la data di cui sopra in modo da permettere che una piccola parte dei proventi ricavati da tale canone sia destinata al finanziamento, da un lato, di emittenti radiotelevisive che, senza essere organismi pubblici, esercitano un'attività pubblica di radiodiffusione e, dall'altro, di imprese di media o cinematografiche che sono entità pubbliche o che sono

state create dagli organismi pubblici di radiodiffusione e che contribuiscono all'attività di radiodiffusione, senza svolgere esse stesse un'attività siffatta.

Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 19 dicembre 2024, Causa C-573/22, A, B, Foreningen C contro Skatteministeriet, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Accise — Direttiva 2008/118/CE — Articolo 36, paragrafo 1 — Acquisto online di prodotti sottoposti ad accisa in un altro Stato membro — Trasporto da parte di un trasportatore raccomandato dal venditore — Normativa nazionale che considera il venditore come debitore dell'accisa esigibile nello Stato membro di destinazione.

L'articolo 36, 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, dev'essere interpretato nel senso che: nelle situazioni contemplate da tale disposizione, prodotti soggetti ad accisa devono essere considerati come « spediti o trasportati in un altro Stato membro direttamente o indirettamente dal venditore o per suo conto », cosicché detto venditore è debitore dell'accisa in tale altro Stato membro, quando agisce in modo da guidare la scelta, da parte dell'acquirente, della società incaricata della spedizione e/o del trasporto di tali prodotti raccomandando e facilitando l'intervento, a tal fine, di talune società che possono esserne incaricate.

Sentenza della Corte (Quarta Sezione) del 19 dicembre 2024, Causa C-596/23, [Pohjanri] B UG, con l'intervento di: Veronsaajien oikeudenvalvontayksikkö, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 168 — Diritto alla detrazione dell'IVA — Acquisto di servizi amministrativi forniti all'interno dello stesso gruppo di società — Diniego del diritto a detrazione.

L'articolo 168 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 osta a una normativa o a una prassi nazionale in forza della quale l'amministrazione tributaria nega il beneficio del diritto alla detrazione dell'imposta sul valore aggiunto assolta a monte, versata da un soggetto passivo all'atto dell'acquisto di servizi presso altri soggetti passivi facenti parte di uno stesso gruppo di società, con la motivazione che tali servizi sarebbero stati contemporaneamente forniti ad altre società di tale gruppo e che il loro acquisto non sarebbe stato necessario o opportuno, quando

è stabilito che detti servizi sono utilizzati a valle da tale soggetto passivo ai fini delle proprie operazioni soggette ad imposta.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 12 dicembre 2024, Causa C-527/23, Weatherford Atlas Gip SA contro Agenția Națională de Administrare Fiscală - Direcția Generală de Soluționare a Contestațiilor, Agenția Națională de Administrare Fiscală - Direcția Generală de Administrare a Marilor Contribuabili, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 205 — Responsabilità solidale per i debiti fiscali di un terzo — Presupposti e portata della responsabilità — Lotta alla frode all'IVA — Responsabilità solidale per il pagamento dell'IVA non idonea a consentire una valutazione in funzione della partecipazione di ogni soggetto passivo alla frode fiscale — Principio di proporzionalità — Articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea — Principio del ne bis in idem — Criteri d'applicazione — Fatti relativi a diversi esercizi fiscali perseguiti amministrativamente o penalmente — Reato continuato con un unico disegno criminoso — Insussistenza dell'identità dei fatti.

1) L'articolo 205 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, letto alla luce del principio di proporzionalità, dev'essere interpretato nel senso che: esso non osta a una disposizione nazionale che, per garantire la riscossione dell'imposta sul valore aggiunto, prevede la responsabilità in solido oggettiva di un soggetto passivo diverso da quello che sarebbe di norma debitore di tale imposta, senza tuttavia che il giudice competente possa esercitare un potere di valutazione in funzione della partecipazione delle diverse persone coinvolte in una frode fiscale, purché tale soggetto abbia la possibilità di dimostrare di aver adottato ogni misura che può essergli ragionevolmente richiesta per garantire che le operazioni da esso realizzate non facessero parte di tale frode.

2) L'articolo 205 della direttiva 2006/112, letto alla luce del principio di neutralità fiscale, dev'essere interpretato nel senso che: esso non osta a una disposizione nazionale che impone l'obbligazione solidale di assolvere l'imposta sul valore aggiunto (IVA) a un soggetto passivo diverso da quello che sarebbe di norma debitore di tale imposta, senza che si tenga conto del diritto di quest'ultimo alla detrazione dell'IVA dovuta o assolta a monte.

3) L'articolo 50 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea deve essere interpretato nel senso che esso non osta a una normativa nazionale che consente il cumulo delle sanzioni penali e delle sanzioni amministrative di natura penale, derivanti da diversi procedimenti, per fatti della stessa natura, che tuttavia hanno avuto luogo nel corso di esercizi fiscali successivi e che costituiscono oggetto di procedimenti amministrativi di

natura penale per un esercizio fiscale e di procedimenti penali per un altro esercizio fiscale.

Sentenza della Corte (Nona Sezione) del 12 dicembre 2024, Causa C-331/23, Dranken Van Eetvelde NV contro Belgische Staat, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune di imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 183, primo comma — Modalità di esercizio del diritto a detrazione — Riporto dell'eccedenza di IVA — Nozione di “periodo successivo” — Rimborso dell'eccedenza di IVA — Cessazione dell'attività economica.

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, deve essere interpretato nel senso che: non osta a una normativa nazionale la quale prevede che, quando un soggetto passivo cessa la propria attività economica, tale soggetto passivo non possa riportare ad un periodo successivo un'eccedenza di imposta sul valore aggiunto dichiarata al momento di tale cessazione di attività e possa recuperare tale importo solo chiedendone il rimborso entro un termine di dodici mesi a decorrere dalla data di detta cessazione dell'attività, purché siano rispettati i principi di equivalenza e di effettività.

Sentenza della Corte (Ottava Sezione) del 5 dicembre 2024, Causa C-580/23, Modexel - Consultores e Serviços SA contro Autoridade Tributária e Assuntos Fiscais da Região Autónoma da Madeira, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 2, paragrafo 1, lettera c) — Ambito di applicazione — Operazioni imponibili — Contratto di prestazione d'opera ai fini della realizzazione di un progetto immobiliare — Risoluzione del contratto da parte del committente — Nozione di “corrispettivo” — Qualificazione — Obbligo di pagare l'importo complessivo pattuito, previa detrazione dei costi risparmiati dal prestatore — Articolo 73 — Base imponibile.

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: l'importo contrattualmente dovuto in seguito alla risoluzione, da parte del beneficiario di una prestazione di servizi, di un contratto validamente concluso avente ad oggetto

la fornitura di tale prestazione di servizi, soggetta all'imposta sul valore aggiunto, che il prestatore aveva iniziato a fornire e che era disposto a completare, deve essere considerato come costituente il corrispettivo di una prestazione di servizi effettuata a titolo oneroso, ai sensi della direttiva 2006/112.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 28 novembre 2024, Causa C-622/23, rhtb: projekt gmbh contro Parkring 14-16 Immobilienverwaltung GmbH, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Ravvicinamento delle legislazioni — Trasporti su strada — Disposizioni tributarie — Direttiva 1999/62/CE — Tassazione a carico di autoveicoli pesanti adibiti al trasporto di merci su strada per l'uso di alcune infrastrutture — Sanzioni applicabili alle violazioni delle disposizioni nazionali adottate in applicazione di tale direttiva — Articolo 9 bis — Requisito di proporzionalità — Normativa nazionale che sanziona tutti gli illeciti con un'ammenda di importo forfettario.

L'articolo 9 bis della direttiva 1999/62/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 giugno 1999, relativa alla tassazione a carico di autoveicoli pesanti adibiti al trasporto di merci su strada per l'uso di alcune infrastrutture, come modificata dalla direttiva 2011/76/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 settembre 2011, deve essere interpretato nel senso che il requisito di proporzionalità che esso pone osta a un regime sanzionatorio che prevede l'irrogazione di un'ammenda o di una sanzione pecuniaria di importo forfettario per tutte le violazioni, indipendentemente dalla loro natura e dalla loro gravità, delle norme relative all'obbligo di pagamento preventivo del pedaggio inerente all'utilizzo di un'infrastruttura stradale, ivi incluso qualora tale regime offra la possibilità di essere esonerati dalla responsabilità amministrativa a carattere penale pagando un « onere compensativo » di importo forfettario.

Sentenza della Corte (Sesta Sezione) del 21 novembre 2024, Causa C-61/23, « Ekostroy » EOOD contro Agentsia « Patna infrastruktura », con l'intervento di: Okrazhna prokuratura Haskovo, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Detrazione dell'IVA — Principio di neutralità dell'IVA — Deposito tardivo di una domanda di registrazione — Emissione e contenuto delle fatture — Fattura che non indica l'IVA a monte —

Imposta calcolata sulla base di un verbale — Mancanza di una fattura di rettifica — Diritto alla detrazione — Esclusione.

1) La direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva 2010/45/UE del Consiglio, del 13 luglio 2010, dev'essere interpretata nel senso che: essa non osta alla normativa di uno Stato membro conformemente alla quale il destinatario di una cessione assoggettata all'imposta sul valore aggiunto (IVA) è privato del diritto a detrarre tale imposta, previsto dalla direttiva suddetta, nel caso in cui il fornitore, da una parte, non abbia adempiuto l'obbligo, previsto da detta normativa, di depositare una domanda di registrazione ai fini dell'IVA e abbia emesso, all'attenzione del destinatario, fatture che non indicano l'IVA, e, dall'altra, abbia redatto, nel corso di una verifica fiscale, un verbale che menziona l'IVA suddetta e in cui tale fornitore era presentato anche quale destinatario della cessione in parola.

2) La direttiva 2006/112, come modificata dalla direttiva 2010/45, e il principio della neutralità dell'imposta sul valore aggiunto (IVA), devono essere interpretati nel senso che: essi non ostano alla normativa di uno Stato membro che esclude la possibilità di rettificare una fattura nel caso in cui, da una parte, la fattura che il fornitore ha consegnato al destinatario di una cessione assoggettata all'IVA non indicasse tale imposta e, dall'altra, in occasione di una verifica fiscale riguardante tale fornitore, quest'ultimo abbia redatto un verbale che menziona l'IVA e presenta tale fornitore anche come destinatario della cessione suddetta.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 21 novembre 2024, Causa C-624/23, « SEM Remont » EOOD contro Direktor na Direktsia « Obzhalvane i danachno-osiguritelna praktika » Varna pri Tsentralno upravlenie na Natsionalnata agentsia za prihodite, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune dell'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articolo 273 — IVA dovuta da un ente imponibile — Normativa nazionale che prevede la responsabilità in solido dell'amministratore e dell'ente — Presunzione di responsabilità dell'amministratore in caso di assenza di notifica dell'incapacità dell'ente di pagare l'IVA dovuta — Principio di proporzionalità.

1) L'articolo 273 della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, letto alla luce del principio di proporzionalità, dev'essere interpretato nel senso che: esso non osta a una normativa nazionale secondo la quale l'amministratore di un ente che non ha rispettato l'obbligo di notificare la sua incapacità di pagare

un debito relativo all'imposta sul valore aggiunto deve dimostrare, al fine di liberarsi della sua responsabilità solidale per il pagamento di tale debito, che l'inadempimento di tale obbligo di notifica non gli è imputabile, purché la normativa in questione non limiti la possibilità di dimostrare tale circostanza ai soli casi di forza maggiore, ma consenta all'amministratore di invocare ogni circostanza idonea a dimostrare di non essere responsabile dell'inosservanza di detto obbligo di notifica.

2) L'articolo 273 della direttiva 2006/112, letto alla luce del principio di proporzionalità, dev'essere interpretato nel senso che: esso non osta a una normativa nazionale che comporta che l'amministratore di un ente che abbia ommesso di notificare l'incapacità di pagamento di quest'ultimo resti responsabile in solido del pagamento di un debito relativo all'imposta sul valore aggiunto per un periodo specifico, laddove è stato liberato da un debito allo stesso titolo per un periodo immediatamente successivo dopo aver potuto dimostrare di aver agito in buona fede ed aver esercitato, nei tre anni precedenti, tutta la diligenza richiesta ad un operatore accorto al fine di prevenire l'incapacità dell'ente di adempiere i propri obblighi e la sua partecipazione ad un abuso o a una frode è esclusa.

Sentenza della Corte (Decima Sezione) del 14 novembre 2024, Causa C-613/23, 23 [Herdijk] KL contro Staatssecretaris van Financiën, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Cessione di terreni provvisti esclusivamente di fondazioni di costruzioni ad uso abitativo — Qualificazione — Articolo 12 — Nozioni di “terreno edificabile” e di “fabbricato o frazione di fabbricato” — Criterio della “prima occupazione” di un fabbricato.

L'articolo 12 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: un'operazione di cessione di un terreno provvisto, alla data di tale cessione, esclusivamente di fondazioni di costruzioni ad uso abitativo costituisce una cessione di un « terreno edificabile », ai sensi di tale articolo.

Sentenza della Corte (Settima Sezione) del 7 novembre 2024, Causa C-594/23, Skatteministeriet contro Lomoco Development ApS, Holm Invest Aalborg A/S, I/S Nordre Strandvej Sæby, Strandkanten Sæby ApS, reperibile su www.curia.eu.

* * *

Rinvio pregiudiziale — Fiscalità — Sistema comune d'imposta sul valore aggiunto (IVA) — Direttiva 2006/112/CE — Articoli 14 e 15 — Ricarica dei

veicoli elettrici — Ricarica mediante un'applicazione informatica, messa a disposizione da una società, che consente l'accesso ad una rete di stazioni di ricarica gestite da diversi operatori — Qualificazione dell'operazione ai fini dell'IVA — "Cessione di beni" — Trasferimento effettuato in virtù di contratti di commissione.

1) L'articolo 14, paragrafo 1, della direttiva 2006/112/CE del Consiglio, del 28 novembre 2006, relativa al sistema comune d'imposta sul valore aggiunto, come modificata dalla direttiva 2009/162/UE del Consiglio, del 22 dicembre 2009, in combinato disposto con l'articolo 15, paragrafo 1, della direttiva 2006/112, come modificata, dev'essere interpretato nel senso che: la fornitura di energia elettrica, ai fini della ricarica di un veicolo elettrico ad una stazione di ricarica appartenente ad una rete pubblica di stazioni di tal genere, costituisce cessione di beni ai sensi della prima di tali disposizioni.

2) L'articolo 14 della direttiva 2006/112, come modificata dalla direttiva 2009/162, in combinato disposto con l'articolo 15, paragrafo 1, della direttiva 2006/112, come modificata, dev'essere interpretato nel senso che: la ricarica di un veicolo elettrico presso una rete di stazioni di ricarica pubbliche, cui l'utente ha accesso mediante un abbonamento concluso con una società diversa dall'operatore di detta rete, implica che l'energia elettrica consumata è reputata ceduta, in un primo momento, dall'operatore di detta rete alla società che offre accesso a quest'ultima e, in un secondo momento, da tale società a detto utente, anche se quest'ultimo sceglie la quantità, il momento e il luogo della ricarica nonché le modalità di utilizzo dell'energia elettrica, quando tale società agisce in nome proprio ma per conto dell'utente nell'ambito di un contratto di commissione, ai sensi dell'articolo 14, paragrafo 2, lettera c), della direttiva 2006/112, come modificata.

Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 17 ottobre 2024, Causa C-60/23, Skatteverket contro Digital Charging Solutions GmbH, reperibile su www.curia.eu.

ATTUALITÀ

U.S.A. — Memorandum on the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Global Tax Deal (Global Tax Deal): l'addio da parte degli Stati Uniti al Global Tax Deal.

Il sentore che l'insediamento della Presidenza Trump (2) avrebbe isolato gli Stati Uniti d'America rispetto alle aspirazioni e agli obiettivi globali è divenuto cruda realtà. Nella prospettiva del neopresidente eletto — *“Da questo giorno in poi, il nostro paese prospererà e sarà di nuovo rispettato in tutto il mondo. Saremo l'invidia di ogni nazione e non ci lasceremo più sfruttare da nessuno. Durante ogni singolo giorno dell'amministrazione Trump, metterò semplicemente l'America al primo posto. La nostra sovranità sarà rivendicata (...). Invece di tassare i nostri cittadini per arricchire altri paesi, istituiremo dazi e tasseremo i paesi stranieri per arricchire i nostri cittadini. A questo scopo, stiamo istituendo l'External Revenue Service, per riscuotere tutte le tariffe, i dazi e le entrate. Saranno enormi quantità di denaro che affluiranno alle nostre casse, provenienti da fonti straniere”* (traduzione italiana del discorso pronunciato da Donald Trump il 20 gennaio 2025, presso Rotonda del Campidoglio, Washington DC) — non v'è traccia di collaborazione internazionale, né, tantomeno, di compromessi politici e/o istituzionali volti a preservare gli attuali equilibri geopolitici. Il tycon ha un solo mantra: *“make america great again”*, poi quale sia il costo o il sacrificio è irrilevante. Che tale grandezza sia raggiunta per mezzo del più esasperato protezionismo economico o mediante la più ghetta forma di violenza non conta: un dolo eventuale accettabile insomma.

Ora, preso atto che persino lo stesso Nicolò Machiavelli avrebbe potuto avere qualche remora eticamente orientata al riguardo, non è possibile quivi discernere e approfondire ogni aspetto dell'annunciata politica trumpiana, neanche focalizzandosi sulla sola tematica fiscale.

Ciò che, invece, si ha in proposito di commentare è l'uscita dal Global Tax Deal e la conseguente (esplicitata) esautorazione dell'Ocse rispetto alla politica fiscale americana.

Sia chiaro, non che vi fossero dubbi al riguardo. Per vero, anche la stessa amministrazione Biden, in maniera decisamente meno netta o esplicita, aveva dato modo di attendersi un risultato di questo tipo. A differenza dell'attuale presidenza, tuttavia, quella appena tramontata non aveva mai messo in dubbio che la cooperazione internazionale in materia fiscale potesse garantire dei risultati virtuosi a livello globale.

Con Donald Trump, pertanto, non cambia tanto la *direzione* quanto più il *percorso* che seguiranno gli U.S.A. nei prossimi quattro anni (gli ultimi per Donald Trump, considerato il divieto previsto dal XXII emendamento alla Costituzione, approvato nel 1951), schiettamente avversi ai programmi di politica tributaria internazionale.

È quanto si legge all'interno del Memorandum on the Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) Global Tax Deal (Global Tax Deal), trasmesso al Segretario del Tesoro americano e siglato il medesimo giorno dell'insediamento: *"The OECD Global Tax Deal supported under the prior administration not only allows extraterritorial jurisdiction over American income but also limits our Nation's ability to enact tax policies that serve the interests of American businesses and workers. Because of the Global Tax Deal and other discriminatory foreign tax practices, American companies may face retaliatory international tax regimes if the United States does not comply with foreign tax policy objectives. This memorandum recaptures our Nation's sovereignty and economic competitiveness by clarifying that the Global Tax Deal has no force or effect in the United States"*.

Ora, non indugiando sui riflessi di politica estera che potrebbero riverberarsi a seguito di tali affermazioni, merita di essere evidenziato che definire la *Global minimum tax* come una pratica fiscale discriminatoria rovescia totalmente ogni intento dell'OCSE, e, ancor di più, la stessa natura dell'imposta minima globale. Questa, infatti, come rilevato dalla dottrina, è strumento di equità fiscale volto a redistribuire la ricchezza tra i vari Stati e arginare la competizione fiscale aggressiva.

Sicché, da un punto di vista tecnico e non politico, non pare che il memorandum del tycon abbia colto lo spirito della misura in questione, esponendosi, inevitabilmente, a critiche e contestazioni.

Altro punto, non marginale, è l'effetto che tale posizione avrà nei rapporti con l'Unione europea, la quale, com'è noto, ha adottato la *global minimum tax* con la direttiva 2022/2523/UE.

Si immaginino, ad esempio, due *holding* Usa con due controllate. La prima è residente in un paese che applica il Pillar 2, mentre la seconda risiede in uno stato in cui la GMT non trova applicazione. In questo quadro, secondo il funzionamento della UTPR, qualora la controllata stabilita nel paese in cui non trova applicazione la GMT o la *holding* residente in U.S.A. versino meno del 15% di imposte, lo stato che applica la GMT potrà pretendere dalla controllata residente all'interno del suo territorio di pagare anche le tasse non pagate dalle prime due citate.

Parimenti dicasi con riguardo al funzionamento dell'imposta minima integrativa: nell'esempio precedente è la controllata nel Paese che applica la GMT a pagare meno del 15%, quindi, come previsto dalla direttiva Ue, la controllata dovrà intervenire integrando il livello di tassazione minima (tali esempi sono tratti da A. Galimberti, *La Global minimum tax europea nel mirino del nuovo ordine Usa*, in *il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2025).

Questi sono solo alcuni dei possibili scenari che, come si è visto, non lasciano adusti l'Unione europea e i suoi Stati membri, tanto che taluni hanno già proposto un ripensamento complessivo della GMT per farla addivenire a base per una eventuale IRES europea.

Il ruolo dell'Europa potrebbe dunque essere nevralgico nei prossimi

sviluppi e la necessità di creare una vera e propria Agenzia delle Entrate europea si afferma sempre con maggior vigore (cfr. E. Traversa, G. Marino, *Un'Agenzia tributaria europea. Una proposta accademica per la prossima Commissione*, in *Giustizia Insieme, Diritto Tributario*, 25 Ott. 2024, ripresi da R. Russo, *Un'agenzia tributaria a misura d'Europa*, in *il Sole 24 Ore*, 23 gennaio 2025).

ALTRI TEMI DI INTERESSE PER LA PROFESSIONE

ANDAMENTO CONGIUNTURALE (*)

1. Outlook annuale 2025: introduzione.

L'economia globale sta attraversando una fase caratterizzata da rapidi cambiamenti che sono in accelerazione: economici, sociali, politici e tecnologici. Il cambiamento, seppur spesso destabilizzante, non può essere ignorato. Creerà sfide per il 2025 e per gli anni a venire ma con queste arriveranno anche opportunità offerte dalla dinamicità del contesto.

Questo cambiamento si sta stagliando su un contesto macroeconomico sfidante. Il 2025, infatti, non sarà un anno di rapida crescita economica: gli Stati Uniti dovrebbero crescere del 2,0%, l'Eurozona rimarrà più indietro (0,9%), mentre la crescita cinese sarà al di sotto dei suoi standard storici (4,2%). Ma anche estendendo l'orizzonte temporale agli anni successivi, le previsioni non dipingono un quadro di crescita economica eccezionale. Al contrario, il trend di crescita delle maggiori economie sviluppate è indirizzato al ribasso. Quest'anno, inoltre, l'inflazione potrebbe dimostrarsi resiliente a causa della spesa pubblica elevata e possibili aumenti dei dazi. Le Banche Centrali, pertanto, avranno un margine ridotto per tagliare i tassi di interesse e dovranno bilanciare i rischi sulla crescita con quelli sull'inflazione. Gli sviluppi geopolitici, anche in seguito alle nuove politiche commerciali, potrebbero aggiungere ulteriore incertezza.

Ma la buona notizia è che l'Intelligenza Artificiale (AI) e le nuove tecnologie ad essa connesse offrono una soluzione per aumentare la produttività, ossia il livello di produzione per una data quantità di fattori produttivi. Essa è uno degli elementi che guidano la crescita economica insieme all'accumulazione di capitale e alla forza lavoro. Negli ultimi anni, la produttività è cresciuta lentamente e alcune misure inerenti sono scese. Con la popolazione in età lavorativa in diminuzione rispetto a quella complessiva, l'aumento della produttività è ancora più urgente.

I guadagni di produttività richiedono tempo per essere capitalizzati. Ma sui mercati finanziari, che cercano in maniera più o meno imprecisa di anticipare gli sviluppi futuri, le implicazioni dell'aumento di produttività stanno già manifestando un impatto sulle aspettative di crescita delle diverse

(*) A cura di Manuela Maccia e Alberto Bianchi.

economie, di determinati settori e temi di investimento. Nelle stime di crescita economica, ad esempio, ci sono già differenze tra l'economia statunitense ad alto contenuto tecnologico e a maggiore produttività rispetto all'economia Europea che è invece in ritardo sulle questioni tra loro interconnesse di investimenti e produttività.

Negli ultimi anni, la politica monetaria delle Banche Centrali è stata al centro dell'attenzione. In risposta all'aumento delle pressioni sui prezzi a livello mondiale, l'azione delle Banche Centrali è stata la principale misura che ha riportato l'inflazione verso i rispettivi obiettivi tramite le politiche sui tassi di interesse e sulla liquidità. Ora il ruolo delle Banche Centrali è destinato a venire meno grazie alla moderazione nei tassi di crescita dei prezzi. Al suo posto, aumenterà il peso della politica fiscale. I governi stanno cercando di trovare e indirizzare nuove forme di sviluppo e crescita; pertanto, dovremmo aspettarci nuove iniziative in tal senso, soprattutto in Cina.

Tra i temi di interesse sui mercati finanziari parecchi sono legati ai mercati azionari. Per quegli investitori che possono sopportarne il rischio, le azioni sono lo strumento efficace per investire nella crescita. Quelle statunitensi sono il centro di gravità per diverse ragioni, tra cui le aspettative sulla crescita degli utili aziendali e le politiche pro-crescita della nuova amministrazione. Altrove, le prospettive per l'azionario sono meno dinamiche ma comunque generalmente positive.

L'attenzione al mercato azionario non preclude l'interesse verso gli altri attivi di rischio. Le obbligazioni societarie negli Stati Uniti, in Asia e in Europa, ad esempio, dovrebbero continuare ad essere attraenti grazie alla continua domanda degli investitori istituzionali, ai rendimenti ancora elevati e al ritorno del premio al rischio (per le obbligazioni a più lunga scadenza). La dinamica tra domanda e offerta rimarrà fondamentale per le materie prime come il petrolio e i metalli industriali mentre i prezzi dell'oro dovrebbero rimanere anche elevati nel 2025. In ottica di diversificazione del portafoglio potrebbero essere considerate le infrastrutture, grazie anche al loro giusto mix tra investimenti quotati e privati. Le considerazioni sui mercati dei cambi saranno importanti per gli investitori e in tal senso la forza dell'economia USA dovrebbe sostenere un Dollaro forte. L'Euro, in confronto, dovrebbe essere più debole mentre l'aumento dei tassi di interesse e la crescita economica in Giappone dovrebbero sostenerne la divisa.

2. Il contesto macroeconomico.

Il mondo sta attraversando delle sfide geopolitiche ed economiche importanti che sono destinate a persistere anche nel 2025. Tra queste rientra senza dubbio il dibattito sulle relazioni commerciali internazionali che si è già intensificato nuovamente dopo la vittoria dei Repubblicani nelle elezioni di novembre e che ha portato nuova incertezza sugli sviluppi futuri di quelle

economie più aperte e dipendenti dal commercio internazionale. Ma nel complesso, ci aspettiamo un contesto di crescita nel 2025 e oltre, soprattutto negli Stati Uniti, in Asia e in Europa, con impatto positivo per quei settori più esposti a tale crescita.

Ci aspettiamo che l'economia USA continui a crescere ad un ritmo discreto nel 2025. Anche se il mercato del lavoro si è un po' raffreddato, non vi sono segnali di una recessione nel breve periodo. I piani del Presidente neoeletto Donald Trump includono investimenti governativi ingenti sotto la forma di un'estensione dei programmi di spesa esistenti, la deregolamentazione e sgravi fiscali. Il controllo repubblicano della maggioranza delle due Camere del Congresso significa che l'amministrazione Trump verosimilmente riuscirà ad implementare grande parte dei propri piani, che dovrebbero andare a beneficio dell'economia statunitense. Dopo un aumento del 2,0% nel 2025, ci aspettiamo che la crescita economica degli Stati Uniti migliori leggermente al 2,2% nel 2026.

L'alto livello di produttività, grazie alla tecnologia, è un fattore chiave della crescita economica dell'economia statunitense. Ad esempio, la produttività del lavoro negli Stati Uniti è attualmente circa il 25% superiore rispetto a quella dell'Europa. A metà degli anni '90, la differenza era solo del 5%. Nel 2022, l'amministrazione Biden, con il varo di tre piani infrastrutturali, ha reso disponibili fondi per un totale di oltre USD 1.000 miliardi. Diverse migliaia di progetti sono ancora nella fase iniziale e alcuni di essi probabilmente continueranno fino al 2030. Per ridurre il divario di produttività e contrastare la tendenza divergente in termini di crescita, anche l'Europa dovrebbe investire in infrastrutture, nuove tecnologie e nella loro applicazione nei Paesi e nei settori dell'economia. Sono già stati proposti piani in merito, tra cui quello dell'ex governatore della Banca Centrale Europea (BCE) Mario Draghi. Con la maggiore diffusione dell'implementazione dell'intelligenza artificiale in un numero sempre più elevato di processi lavorativi l'Europa avrebbe il potenziale di raggiungere una traiettoria di crescita migliore nel lungo termine.

Per il 2025, infatti, prevediamo che la crescita del PIL dell'Eurozona sarà allo 0,9%, in aumento dal 2024 grazie al mercato del lavoro robusto e all'aumento dei salari reali, ai quali si aggiungeranno i successivi tagli dei tassi di interesse della BCE nel corso dell'anno.

Quest'anno l'Asia si appresta a consolidare il ruolo di motore della crescita globale. L'impulso ciclico della Cina è frenato dalla crisi immobiliare e dalle prospettive incerte su reddito e occupazione mentre da un punto di vista strutturale da fattori come l'invecchiamento della popolazione e il debito elevato delle amministrazioni locali. Tuttavia, ci aspettiamo nuove misure governative per sviluppare le tecnologie chiave del futuro come i semiconduttori e le energie rinnovabili ma anche per proseguire il passaggio ad un'economia di consumo da una più legata alla produzione come lo è oggi. Pechino probabilmente introdurrà anche misure di sostegno nel tentativo di attenuare

l'impatto sui consumi interni di una possibile escalation del conflitto commerciale con gli Stati Uniti. Ma ci vorrà tempo perché gli stimoli fiscali abbiano effetto sull'economia reale. Le misure attuali e quelle che probabilmente arriveranno in futuro potrebbero iniziare a manifestare i propri effetti solo nella seconda metà del 2025. Per il 2025, ci aspettiamo che la crescita del PIL reale sia leggermente inferiore rispetto al 2024, al 4,2%. Per inciso, la Cina ha già diversificato significativamente la sua politica commerciale internazionale negli anni successivi alla prima presidenza di Donald Trump, rendendola meno vulnerabile ad un possibile aumento dei dazi statunitensi alle importazioni cinesi. Mentre nel 2017 le esportazioni cinesi verso gli Stati Uniti rappresentavano circa il 20% delle esportazioni totali della Cina, oggi queste si attestano al 13%. Al contrario, una proporzione maggiore delle esportazioni cinesi è oggi destinata all'India e al sud-est asiatico, intensificando ulteriormente i legami commerciali con le economie della regione.

L'integrazione strategica del sud-est asiatico sta prendendo sempre più piede. Con Malesia, Indonesia, Thailandia e Vietnam, l'organizzazione BRICS+ ha recentemente acquisito altri quattro nuovi partner nella regione. In aggregato, la quota delle nazioni BRICS+ sull'offerta globale di materie prime rappresenta il 75% del manganese, al 72% delle terre rare e al 50% della grafite, consentendo alla regione di tracciare un percorso indipendente dei suoi piani di crescita, in particolare nell'area della crescita sostenibile.

All'interno dell'Asia, l'India è ancora destinata a distinguersi nel 2025 con una crescita del PIL prevista pari al 6,5%, in cima alla lista dei Paesi del G20. La nazione più popolosa del mondo beneficia non solo della sua elevata innovazione e dell'ampio bacino di giovani lavoratori ben qualificati, ma anche della stabilità politica. L'impatto di potenziali dazi statunitensi più elevati, inoltre, dovrebbe essere gestibile. Le esportazioni verso gli Stati Uniti rappresentano solo circa il 2% della produzione del Paese.

Nel 2024, in Giappone la crescita salariale più alta degli ultimi 30 anni ha stimolato i consumi privati, gettando le basi per una continuazione della ripresa economica. Allo stesso tempo, ha riportato l'inflazione — una buona notizia per il Paese che ha sofferto di una tendenza deflazionistica per decenni. L'economia del Paese dovrebbe anche trovare beneficio dalle sue esportazioni ben diversificate, che gli consentono di soddisfare la domanda delle economie in sviluppo dell'Asia in settori come l'ingegneria meccanica, la chimica e la tecnologia. Prevediamo una crescita del PIL dell'1,2% in Giappone nel 2025.

TABELLA 1 - Previsioni di crescita del PIL (%)

	2024 F	2025 F	Consenso (2025) (BBG*)
USA ¹	2,7	2,0	1,9
Eurozona	0,7	0,9	1,2
Germania	-0,1	0,8	1,0
Italia	0,4	0,5	1,0
Giappone	-0,1	1,2	1,2
Cina	4,9	4,2	4,5
Mondo	3,1	3,1	3,1

* Consenso di Bloomberg. 1 Per gli USA, la crescita del PIL (Q4/Q4) è pari a 1,5% nel 2024 e a 2,1% nel 2025. Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. previsioni al 15 novembre 2024.

TABELLA 2 - Previsioni di inflazione (%)

	2024 F	2025 F	Consenso 2025 (BBG*)
USA ²	2,9	2,4	2,3
Eurozona	2,3	2,0	2,0
Germania	2,5	2,3	2,1
Giappone	2,5	2,0	2,0
Cina	0,5	1,3	1,3

* Consenso di Bloomberg. 2 La misura di inflazione è il CPI. Dati al 15 novembre 2024. Fonte: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. previsioni al 15 novembre 2024.

3. La politica economica dei prossimi anni.

Negli ultimi tre anni, anche coloro che non seguono da vicino i mercati finanziari non hanno potuto evitare il tema della politica monetaria. In risposta all'aumento delle pressioni sui prezzi a livello mondiale, le manovre delle Banche Centrali sui tassi di interesse e sulla liquidità sono state la principale misura in grado di riportare l'inflazione verso i rispettivi obiettivi.

Il ruolo finora centrale della politica monetaria è destinato a venire meno grazie alla moderazione dell'inflazione. Per l'Eurozona e il Giappone, ci aspettiamo che questa si avvicini gradualmente all'obiettivo del 2% delle Banche Centrali nel 2025. La BCE probabilmente ridurrà il tasso sui depositi dall'attuale 2,75% al 2,00% entro la fine del 2025. La Bank of Japan (BoJ) si sta muovendo su un percorso differente. La normalizzazione della politica monetaria dovrebbe proseguire in maniera graduale e i tassi di interesse salire dallo 0,25% all'1,00%. Negli USA, ci aspettiamo che il processo di disinflazione si fermi al di sopra dell'obiettivo della Fed a causa della domanda che rimane robusta e della politica fiscale in territorio espansivo. L'inflazione dovrebbe stabilizzarsi ad un livello del 2,4% sia nel 2025 che nel

2026. La Fed, quindi, dovrebbe allentare la politica monetaria in maniera più cauta e portare l'intervallo dei tassi di interesse ufficiali tra il 3,75% e il 4,00% entro la fine del 2025.

In futuro, la politica fiscale è destinata ad avere un ruolo maggiore sullo sviluppo economico. Negli Stati Uniti, ad esempio, i piani della nuova amministrazione includono investimenti statali ingenti e prevalentemente finanziati tramite l'emissione di nuovo debito. Il programma di Trump annovera tra le maggiori misure l'estensione delle agevolazioni fiscali per le famiglie e le imprese, il rafforzamento della spesa militare e la maggiore accessibilità ai mutui. Il totale del debito stimato per tutte le misure fino al 2035 ammonta a tra USD 7.000 e 16.000 miliardi. Questo corrisponde ad una media annua fino al 5% del PIL attuale degli Stati Uniti.

In Asia, ad ottobre, il Giappone ha annunciato i piani del proprio programma di stimolo sebbene su scala leggermente più ridotta. Al contrario, la Cina molto probabilmente si asterrà da ulteriori piani di spesa fiscale fino a quando gli effetti delle politiche della prossima amministrazione statunitense sull'economia cinese non diventeranno più chiari. Ma successivamente potrebbero arrivare nuove misure di stimolo fiscale più sostanziali.

L'Europa per il momento è ai margini in questo contesto. L'elemento centrale del piano di ripresa NextGenerationEU è il Recovery and Resilience Facility dotato di un ammontare totale di EUR 650 miliardi per la trasformazione digitale ed energetica dell'economia dell'area entro il 2026. Tuttavia, questi fondi difficilmente saranno sufficienti a colmare il divario sull'innovazione e sulla produttività rispetto agli Stati Uniti e al resto del mondo. Il piano di Draghi è rimasto solo una visione per il futuro ma chiarisce la direzione d'azione del percorso. Per colmare il divario sull'innovazione, le istituzioni di ricerca e istruzione europee necessitano, tra le altre cose, di una strategia di eccellenza. Aumentare la competitività dipende principalmente da una discesa significativa dei prezzi dell'energia in Europa e dalla riduzione delle dipendenze nella fornitura di materie prime o tecnologie chiave, che richiedono a loro volta una vera e propria politica economica dell'UE. Il volume di nuovi investimenti proposto dal piano di Draghi ammonta tra i EUR 750 e 800 miliardi all'anno.

Crediamo che un piano simile permetterebbe all'Europa di tenere il passo con le maggiori economie globali o addirittura recuperare parte del terreno che ha perso. Il Vecchio Continente, in questo modo, potrebbe ritrovare una crescita maggiore negli anni a venire.

4. Obbligazionario.

Da parecchio tempo a questa parte, gli investitori si sono confrontati con un ambiente inusuale sul mercato obbligazionario USA. I rendimenti delle obbligazioni governative a lungo termine erano inferiori rispetto ai rendi-

menti sui titoli di Stato a più breve scadenza. Di conseguenza non ricevevano alcuna remunerazione aggiuntiva per il maggior rischio assunto investendo in titoli a lungo termine. Di fatto non ricevevano alcun premio. Questa situazione di inversione della curva dei rendimenti è venuta meno solo di recente negli Stati Uniti a seguito dell'aumento delle aspettative di inflazione. Crediamo che questa normalizzazione continuerà. Da una parte, la Federal Reserve taglierà i tassi di interesse per altre tre volte entro la fine del 2025, dall'altra la politica fiscale espansiva dovrebbe fare salire il premio a termine delle obbligazioni a lunga scadenza. I mercati obbligazionari, inoltre, rimarranno molto probabilmente ancora parecchio volatili e gli investitori vorranno essere compensati per questi rischi. Prevediamo che alla fine del 2025 il rendimento del Treasury a dieci anni raggiungerà il 4,50% e quello a due anni il 4,20%.

Il quadro generale è diverso in Europa. Il ciclo economico è atteso rimanere più debole, le aspettative di inflazione sono più basse e la BCE verosimilmente taglierà i tassi in maniera più aggressiva rispetto alla Fed entro la fine del 2025. Le nostre previsioni per i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi sono pertanto più basse. Prevediamo il rendimento del titolo di Stato tedesco a dieci anni al 2,20% entro la fine del 2025 e quello a due anni all'1,75%.

Crediamo che le obbligazioni societarie negli Stati Uniti e in Europa rimarranno attraenti per gli investitori nel 2025. La domanda degli investitori istituzionali quali fondi pensione e compagnie di assicurazione dovrebbe rimanere elevata grazie ai rendimenti relativamente alti offerti dai titoli di alta qualità (Investment Grade, o IG). Un segmento di elezione potrebbe essere quello delle obbligazioni del settore finanziario, in particolare delle banche. Diversamente dagli anni precedenti, queste offrono un rendimento più elevato rispetto ai titoli del settore non finanziario e le banche hanno generalmente buone prospettive di crescita degli utili aziendali.

Negli Stati Uniti, nel 2025 potrebbe esserci una certa pressione al rialzo sugli spread, anche se difficilmente sarà abbastanza grande da ridurre in maniera significativa il potenziale di rendimento dei titoli già emessi. La crescita economica robusta degli Stati Uniti — e la possibile conseguente inflazione — e gli spread rispetto ai titoli di Stato molto bassi in prospettiva storica lasciano poco spazio per un ulteriore restringimento, suggerendo invece un possibile leggero allargamento. Per gli investitori che vogliono mantenere una certa quota di portafoglio in dollari statunitensi, i titoli IG USA dovrebbero essere interessanti.

Grazie alla domanda elevata, gli spread sui titoli High Yield (HY) si sono ridotti notevolmente, nonostante l'offerta considerevole. Ma, a nostro avviso, gli spread non riflettono più adeguatamente il rischio effettivo dell'investimento, soprattutto perché i tassi di default negli Stati Uniti (circa al 3%) e nella zona euro (vicino al 4%) sono a livelli relativamente alti. Ci aspettiamo quindi che gli spread si allarghino entro la fine del 2025. Per il 2025,

manteniamo un approccio di cautela sulle obbligazioni societarie dei mercati emergenti. Gli spread attuali molto ristretti offrono poco margine contro i rischi derivanti associati alle politiche protezionistiche sul commercio internazionale, ai potenziali tassi di interesse più elevati negli Stati Uniti e ad un dollaro statunitense più forte.

5. Azionario.

La crescita degli utili aziendali, le probabilità di recessione ridotte e i tagli dei tassi di interesse da parte della Fed e della BCE hanno avuto un impatto positivo sul sentiment degli investitori durante gli ultimi mesi dell'anno scorso. I principali titoli "growth" statunitensi, che a metà anno avevano visto parecchia pressione al ribasso, sono tornati su una traiettoria positiva.

Prevediamo che il segmento "growth" rimarrà attrattivo anche nel 2025 e oltre. Rispetto agli ultimi anni il contesto di inflazione dovrebbe essere più benigno e ci aspettiamo che le Banche Centrali continuino ad allentare la politica monetaria. Inoltre, la crescita economica dovrebbe rimanere soddisfacente creando una combinazione che in passato ha fornito un supporto ai prezzi delle azioni. Un contesto simile si è manifestato tra il 1994 e il 1997, ad esempio, quando l'S&P 500 è aumentato del 127% in totale. Al contrario, se guardiamo all'S&P 500 dal 2021, l'aumento è stato solo del 26% fino a novembre 2024. Anche se gli sviluppi passati del mercato azionario non permettono di trarre conclusioni sull'andamento futuro, vediamo ancora del potenziale al rialzo per i prezzi delle azioni di fronte al contesto di mercato attuale.

Siamo convinti che i mercati azionari siano la chiave per accedere alla crescita. A livello aziendale, ci aspettiamo che gli utili nel 2025 crescano ancora ad un buon ritmo — 14% negli Stati Uniti, 12% in Germania, 10% in Giappone e 8% in Europa. Nei mercati emergenti, rimaniamo positivi sull'Asia, grazie alle aspettative di una crescita aggregata degli utili per azione a doppia cifra. Il mercato azionario indiano rappresenta a nostro avviso il prossimo grande mercato in crescita. Ma le valutazioni sembrano abbastanza elevate. Pertanto, eventuali discese dei prezzi in questo mercato potrebbero essere colte come opportunità di acquisto. Infine, le aziende del settore tecnologico in Asia settentrionale offrono interessanti opportunità di investimento nel tema dell'intelligenza artificiale.

Ma nonostante il sentiment di fondo positivo, è opportuno mantenere la cautela sui mercati azionari globali — soprattutto in vista delle molteplici incertezze, tra cui quelle legate ai nuovi dazi, in particolare da parte degli Stati Uniti, e il loro impatto sulle relazioni commerciali internazionali. Inoltre, le politiche europee e il loro impatto sulla politica fiscale dei principali stati membri in particolare sono destinate ad influenzare gli sviluppi del

mercato azionario europeo. Nel complesso, ci si aspetta quindi che i mercati azionari rimangano parecchio volatili quest'anno.

Un altro fattore di rischio per i mercati azionari potrebbe essere legato all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato — uno scenario che potrebbe materializzarsi a momenti alterni negli Stati Uniti. In linea di principio, tassi di interesse elevati rendono gli investimenti azionari meno attraenti rispetto a quelli obbligazionari. Tuttavia, l'aumento dei tassi di interesse non è automaticamente un problema per le azioni. Se l'aumento dei tassi di interesse è graduale e frutto delle aspettative di crescita economica, non crediamo che vi sia un rischio significativo al ribasso per i mercati azionari. Verosimilmente, però, il mercato azionario potrebbe subire pressioni ribassiste nel caso in cui tassi di interesse statunitensi a lungo termine aumentassero troppo bruscamente verso il 5% e oltre.

5.1. Stati Uniti.

All'interno del contesto generalmente favorevole per il mercato azionario globale, le aspettative per il mercato statunitense sono positive anche per il 2025. Ciò è dovuto principalmente ad una serie di peculiarità proprie delle azioni statunitensi ma anche all'insieme delle politiche (economiche) dall'altra parte dell'Atlantico, dove le diverse manovre previste dopo il cambio di governo avvenuto a gennaio 2025 stanno guidando le aspettative di lungo termine. Queste manovre includono una maggiore deregolamentazione dell'economia, investimenti governativi ingenti e nuovi sgravi fiscali.

In questo ambiente pro-crescita, i profitti delle aziende statunitensi dovrebbero salire significativamente. Ci aspettiamo che gli utili delle aziende dell'S&P 500 cresceranno del 14%. Un ulteriore driver di crescita dei prezzi delle azioni è collegato ai massicci "buyback", ossia i piani di riacquisto di azioni da parte delle stesse aziende. Questi piani sono un'espressione della forte attenzione delle principali aziende statunitensi agli interessi degli azionisti e un segnale per i partecipanti al mercato che le aziende sono finanziariamente solide. Di conseguenza, riducono il numero di azioni in circolazione, il che ha un impatto diretto e positivo sull'indicatore chiave dell'"utile per azione" (engl.; Earning per Share, o EPS) e quindi di solito anche sui prezzi delle azioni. Prevediamo che il volume dei riacquisti di azioni proprie negli Stati Uniti dovrebbe ammontare a circa USD 950 miliardi nel 2025, corrispondenti a circa la metà degli utili complessivi delle aziende.

Il nostro focus di lungo termine per le azioni statunitensi rimane sui titoli finanziari e su quelli che probabilmente beneficeranno di un ambiente di crescita favorevole, come la tecnologia, i beni di consumo discrezionali e i servizi di comunicazione. Presi insieme, questi ultimi rappresentano circa il 50% della capitalizzazione del mercato azionario statunitense. Tuttavia, da un punto di vista di gestione del rischio, nonostante le prospettive favorevoli, non giudichiamo ottimale un'eccessiva concentrazione sui titoli "growth".

Questi potrebbero formare la componente principale del portafoglio azionario, che comunque dovrà essere ampio e includere anche titoli “growth” dalle caratteristiche difensive e a valutazioni ragionevoli così come le small cap e le azioni e i titoli di altre regioni promettenti come l'Europa e l'Asia.

Sia gli indicatori di mercato attuali che i dati storici mostrano che la fase rialzista del mercato azionario statunitense potrebbe andare avanti ancora per un po' di tempo. Rispetto alle precedenti fasi rialziste, il guadagno attuale del mercato statunitense è ancora relativamente giovane, con poco più di due anni. Negli ultimi 90 anni, la durata media delle fasi rialziste è stata pari 47 mesi, durante i quali l'S&P 500 è aumentato mediamente del 137% in dollari USA (vedi grafico a pagina 14). Al contrario, l'aumento attuale è solo del 69%. Sebbene questo confronto non garantisca ulteriori guadagni in futuro, chiarisce almeno che le preoccupazioni di alcuni investitori riguardo al fatto che le buone performance attuali possano portare ad un crollo nel breve non sono necessariamente giustificate. Infatti, come ha dimostrato il passato, gli anni positivi del mercato azionario si verificano molto più frequentemente di quelli negativi. Dal 1928, l'S&P 500 ha registrato un totale di 71 anni positivi con un aumento medio del 21% rispetto ai 26 anni negativi, con una diminuzione media del 13,5%.

Ci aspettiamo un altro buon anno per il mercato azionario statunitense nel 2025, anche se teniamo monitorati con attenzione i fattori di rischio principali, tra cui ad esempio i rendimenti eccessivamente alti. Prevediamo l'S&P 500 a 6.500 punti alla fine del 2025.

5.2. Europa.

Guardando alla situazione economica di oggi della Germania, alcuni investitori potrebbero tracciare dei parallelismi con uno dei grandi classici letterari del paese. Nel suo romanzo “I Buddenbrook”, Thomas Mann descrive una famiglia che permette alla propria azienda di cadere in declino nel corso delle generazioni per via della mancanza di iniziativa e apertura all'innovazione. Ma questa immagine, per quanto plausibile, risulta piuttosto incongrua con le principali aziende dell'economia tedesca. Il mondo è cambiato dai tempi dei Buddenbrook. A differenza loro, molte aziende tedesche oggi sono innovative, leader mondiali in diversi settori e ben inserite all'interno di un network globale — e quindi non più effettivamente aziende “tedesche” e domestiche ma società globali che generano una grande parte dei loro ricavi e utili in altri Paesi. Pertanto, il paradosso di aziende di successo in un'economia stagnante a cui si fa spesso menzione con riferimento all'economia tedesca non è affatto un paradosso a dire il vero.

Questo diventa particolarmente evidente per il DAX. Mentre la produzione industriale tedesca è diminuita notevolmente negli ultimi dieci anni — in gran parte a causa del calo della produzione di auto del Paese — il principale indice azionario della Germania è più che raddoppiato. La situa-

zione è simile in tutta l'Europa e per lo STOXX Europe 600. La domanda che bisogna porsi, quindi, è come la Germania e il resto d'Europa possano mantenere e aumentare il loro dinamismo economico. A nostro avviso, ora sono necessari investimenti massicci maggiori del passato, soprattutto per aumentare la produttività. Per questo ci sono già dei piani, ad esempio quello proposto da Mario Draghi, l'ex governatore della BCE. Tuttavia, sono ancora in attesa di attuazione.

Gli investitori dovrebbero monitorare entrambi i contesti dei mercati azionari tedeschi ed europei: la forza di molte aziende da un lato e le sfide macroeconomiche e politiche dall'altro. Complessivamente, lo STOXX Europe 600 è in ritardo rispetto al mercato USA in termini di crescita degli utili aziendali. In particolare, la preoccupazione per il ciclo economico in Cina, la debolezza del settore automobilistico e le incertezze politiche — in particolare in Francia e Germania — stanno manifestando un impatto negativo sulle performance di questi mercati. Il divario di valutazione dell'indice paneuropeo rispetto all'S&P 500, ad esempio, è salito intorno al 40%. Nel 2025, ci aspettiamo una crescita degli utili ad una cifra in Europa che, insieme alle valutazioni basse in relativo, dovrebbe offrire delle prospettive di rendimento discrete. I settori finanziario e industriale sono le nostre scelte d'elezione in questi mercati. Prevediamo che lo STOXX Europe 600 raggiunga i 550 punti entro la fine del 2025 e vediamo il DAX a 22.500 punti.

6. Tassi di cambio.

Il tasso di cambio euro/dollaro USA ha registrato movimenti bruschi nel corso del 2024. Dopo aver raggiunto un massimo dall'inizio dell'anno a 1,12 nel mese di agosto, è sceso fino a 1,09 prima delle elezioni USA del 5 novembre per poi continuare la sua discesa a metà novembre fino a 1,04, il livello più basso negli ultimi tredici mesi. Nel 2025 ha segnato nuovi minimi intorno all'1,03.

Le ragioni della forza del dollaro statunitense includono i tagli fiscali e i nuovi dazi annunciati dal presidente neoeletto negli Stati Uniti, Donald Trump, che potrebbero portare ad un aumento notevole dell'inflazione nel lungo termine. In risposta, gli operatori di mercato hanno tolto dalle loro previsioni una serie di tagli dei tassi di interesse da parte della Fed che prevedevano in precedenza. Se il ritmo dei tagli dei tassi negli Stati Uniti rallentasse, il differenziale dei tassi di interesse salirebbe a favore del dollaro, aumentandone l'attrattiva. Inoltre, le misure di stimolo fiscale pianificate dalla futura amministrazione dovrebbero fare crescere l'economia statunitense più velocemente della zona euro nel 2025. In questo contesto, ci aspettiamo che il tasso di cambio EUR/USD raggiunga 1,02 entro la fine del 2025, sebbene con episodi di accentuata volatilità nel frattempo.

La politica di riduzione dei tassi di interesse della Bank of England

(BoE), molto cauta, ha dato forza alla sterlina nei confronti del dollaro USA fino allo scorso autunno. Dall'inizio di ottobre, tuttavia, ha cominciato a perdere forza. Prevediamo che la sterlina rimanga stabile e con una volatilità moderata rispetto al dollaro nel 2025. È probabile che il tasso di inflazione nel Paese aumenti nuovamente all'inizio del 2025 a causa dell'adeguamento del tetto dei prezzi dell'energia varato dal Governo. Ma la BoE dovrebbe comunque continuare il suo ciclo di tagli dei tassi con cautela per sostenere la ripresa economica.

Nei mesi di giugno e luglio 2024, lo yen giapponese ha raggiunto il suo livello più basso rispetto sia al dollaro USA che all'euro dagli anni '80 e '90 a causa dell'aumento molto timido dei tassi di interesse da parte della Bank of Japan (BoJ) nel corso degli ultimi anni rispetto a quanto fatto dalla Fed o dalla BCE. Tuttavia, ha recuperato rapidamente terreno dopo che la BoJ ha aumentato i tassi di interesse a luglio e l'economia giapponese ha dato segnali di recupero. Prevediamo che lo yen dovrebbe rafforzarsi ancora nel 2025. La BoJ dovrebbe aumentare in maniera graduale i tassi di interesse fino all'1% nei prossimi 12 mesi e la crescita dell'economia dovrebbe segnare un'espansione dell'1,2% nel 2025. Prevediamo quindi un tasso di cambio USD/JPY di 145 entro fine del 2025.

Il renminbi di recente si è deprezzato dopo che i mercati finanziari sono rimasti delusi dall'entità delle misure di politica monetaria e fiscale annunciate dal governo cinese a sostegno dell'economia. La People's Bank of China (PBoC) potrebbe volere svalutare ulteriormente la divisa nel 2025 per rafforzare l'economia cinese. Tuttavia, è probabile che la banca centrale si assicuri che le pressioni di svalutazione non diventino troppo forti per evitare di alimentare ulteriormente le possibili conseguenze del conflitto commerciale esistente con gli Stati Uniti. Prevediamo un tasso di cambio USD/CNY al 7,45 alla fine del 2025.

Se i dazi annunciati dal presidente degli Stati Uniti, Donald Trump, dovessero esercitare una pressione importante sui tassi di cambio nel 2025, i danni economici complessivi che potrebbero causare alle regioni interessate — ossia Cina e area euro — potrebbero essere in parte mitigati dalle relative valute più deboli, che fornirebbero un certo stimolo alle esportazioni.

TABELLA 3 - Previsioni per *asset class* e indici di riferimento

Rendimenti obbligazionari (bond sovrani) in %	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	Rendimento atteso a 12 mesi (%)
Treasury USA (2-year)	4,34	4,20	4,47
Treasury USA (10-year)	4,47	4,50	4,58
Treasury USA (30-year)	4,64	4,65	4,54
Germania (2-year)	2,13	1,75	2,24
Germania (10-year)	2,36	2,20	4,28
Germania (30-year)	2,57	2,50	4,22

Rendimenti obbligazionari (bond sovrani) in %	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	Rendimento atteso a 12 mesi (%)
Regno Unito (10-year)	4,49	4,00	8,50
Giappone (2-year)	0,55	0,8	0,46
Giappone (10-year)	1,07	1,40	-0,62
Spread BTP-Bund	119	150	-

Spread societari (in pbs)	Livello al 15 novembre 2024 (in pbs)	Target a dicembre 2025 (in pbs)	+ Rendimento atteso a 12 mesi (%)
EUR IG	99	95	4,73
EUR HY	324	400	3,53
USD IG Corp	73	85	4,26
USD HY	254	325	3,95
Credito Asia	133	125	6,54
EM Sovrani	325	390	3,44

Tassi di interesse ufficiali	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	
USA (federal funds rate)	4,50 - 4,75	3,75 - 4,00	-
Eurozona (deposit rate)	3,25	2,00	-
Regno Unito (repo rate)	4,75	3,00	-
Giappone (overnight call rate)	0,25	1,00	-
Cina (1 year lending rate)	3,10	2,75	-

Fonte: LSEG Datastream, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 novembre 2024. Dati al 15 novembre 2024.

Indici azionari	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	Rendimento atteso a 12 mesi (%)
USA (S&P 500)	5.894	6.500	11,58
Germania (DAX) ¹	19.223	20.500	6,64
Eurozona (Eurostoxx 50) ¹	4.806	5.350	6,50
Europa (Stoxx600) ¹	504	550	7,75
Giappone (MSCI Japan)	1.663	1.770	8,82
Svizzera (SMI) ¹	11.632	12.550	6,99
Regno Unito (FTSE 100) ¹	8.067	8.500	5,03
Mercati Emergenti (MSCI EM)	1.084	1.150	8,95
Asia ex Giappone (MSCI Asia ex Giappone)	704	750	9,08
Australia (MSCI Australia)	1.649	1.650	3,67

Fonte: LSEG Datastream, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 novembre 2024. Dati al 15 novembre 2024. ¹: Previsioni aggiornate al 7 febbraio 2025.

Materie prime in USD	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	Rendimento atteso a 12 mesi (%)
Oro	2.571	2.800	-
Petrolio (Brent Spot)	72	69	-
CO ₂	68	75	-
EUR IG Corp	107	95	5,02%
EUR HY	340	400	4,05%
USD IG Corp	84	80	5,57%
USD HY	310	400	4,25%
Credito Asia	226	200	9,06%
EM Sovrani	391	390	8,27%

Fonte: LSEG Datastream, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 novembre 2024. Dati al 15 novembre 2024.

Tassi di cambio	Livello al 15 novembre 2024 (%)	Target a dicembre 2025 (%)	Rendimento atteso a 12 mesi (%)
EUR vs. USD	1,05	1,02	-5,21
USD vs. JPY	155	145	-2,83
EUR vs. JPY	163	148	-7,77
EUR vs. GBP	0,83	0,82	-3,91
GBP vs. USD	1,26	1,25	-0,84
USD vs. CNY	7,23	7,45	4.83

Fonte: LSEG Datastream, Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank AG. Previsioni al 15 novembre 2024. Dati al 15 novembre 2024.

SEGNALAZIONI BIBLIOGRAFICHE

DIRITTO PENALE

CREPALDI R., D'ARCANGELO F., INGRASSIA A., SCOLETTA M., *Il volto costituzionale del sistema penale tributario*, Collana Centro di diritto penale tributario, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2025, pagg. 265, 39,00 euro.

Nel titolo dell'opera — già aggiornata al recentissimo D.Lgs. 87/2024, c.d. "Decreto sanzioni" — è espresso il manifesto programmatico degli autori: offrire una lettura fortemente innovativa della disciplina penale-tributaria (sostanziale e processuale), guardandola nella prospettiva dei principi costituzionali.

I quattro capitoli che compongono il libro rappresentano quattro declinazioni del medesimo dialogo, diretto a evidenziare i profili di potenziale criticità costituzionale (anche in relazione al portato del diritto dell'Unione Europea e della Convenzione Europea dei Diritti dell'Uomo) di quattro distinti momenti del sistema penale tributario.

Alex Ingrassia si concentra sulle fattispecie incriminatrici, evidenziando i profili di criticità con i principi di riserva di legge, di uguaglianza-ragionevolezza e con il diritto fondamentale a non incriminarsi (*nemo tenetur se detegere*).

Roberto Crepaldi pone l'attenzione sulla risposta sanzionatoria, guidato dai principi di proporzionalità e ragionevolezza.

Marco Scoletta firma un capitolo completamente dedicato al divieto di *bis in idem*: il punto fondamentale è, secondo l'autore, che le criticità del doppio binario sanzionatorio (sia per la persona fisica, sia per l'ente contribuente) non sono state risolte nemmeno dall'introduzione dell'art. 21-ter del D.Lgs. 74/2000.

Infine, Fabrizio D'Arcangelo affronta le molte questioni del processo penale tributario: il *focus* non può che ricadere sulla circolazione delle prove e sulle diverse forme di sequestri che interessano la persona fisica e l'ente.

Un testo unico nel suo genere che presenta il doppio merito di essere tra i primi libri pubblicati dopo il D.Lgs. 87/2024, ma, soprattutto, di offrire una visione inedita e 'alta' dei problemi che il sistema penale tributario pone ogni giorno nelle aule di giustizia.

DIRITTO TRIBUTARIO

RAGUCCI G. (a cura di), *Crediti d'imposta e bonus*, Collana Quaderni del Corso di perfezionamento di Diritto tributario dell'Università degli Studi di Milano, G. Giappichelli Editore, Torino, 2024, pagg. 208, 32,00 euro.

L'opera è dedicata a uno dei temi di più stringente attualità economica e normativa, ovvero, come si evince dal titolo, "*Crediti d'imposta e bonus*", che a partire dalla pandemia sembrano vivere un'età dell'oro senza fine.

Gaetano Ragucci dirige l'orchestra, dando fin dall'introduzione al lettore il *fil rouge* che collega gli scritti dei diversi autori: ricondurre a sistema una materia, se non proprio caotica, quantomeno disciplinata in modo frammentario.

Il primo capitolo, firmato da Daniele Canè, prova a tracciare una nuova definizione di "crediti sovvenzionali" per distinguerli dai crediti d'imposta e mostrare come la via normativa debba essere extra-tributaria e autonoma.

Marco Fasola dedica le sue pagine a un profilo tra i più discussi dei crediti edilizi: la loro circolazione e, dunque, la possibilità di cederli a terzi, che per tali crediti si è rivelata croce (perché ha favorito le condotte fraudolente) e delizia (perché ha consentito di allargare la platea dei potenziali beneficiari della sovvenzione anche a coloro che non avrebbero avuto imposte da compensare).

Il terzo capitolo, scritto da Ernesto Maria Bagarotto, si concentra, invece, sulla relazione tra bonus edilizi e tassazione immobiliare, mostrandone i punti critici.

Con Ramona Tambini e il suo quarto capitolo lo sguardo si sposta su un'altra famiglia di crediti assai controversi, ovvero i crediti ricerca e sviluppo, di cui si tracciano le linee evolutive normative e i possibili tracciati per una revisione.

L'ultimo capitolo, a firma di Alex Ingrassia, si focalizza sui profili penali delle condotte di "uso e abuso" del superbonus, ponendo l'attenzione sui diversi attori: il committente, i professionisti certificatori, l'appaltante, il cedente e il cessionario del credito.

L'opera di strettissima attualità offre una panoramica certamente utile per il professionista chiamato a considerare sempre più spesso tali crediti, non solo autonomamente, ma anche nel loro portato — spesso di non semplice intelligibilità — con i bilanci d'esercizio, le dichiarazioni fiscali e le liquidazioni periodiche.

OPERAZIONI STRAORDINARIE

MARCHESANI M., *La scissione mediante scorporo. Profili tributari e contabili*, 1° edizione, McGraw-Hill, Milano, 2024, pagg. 102, 12,00 euro.

La scissione mediante scorporo, disciplinata dall'art. 2506.1 c.c. rappresenta uno strumento particolarmente innovativo all'interno del panorama del diritto societario e tributario italiano. In questo quadro, la comprensione dei profili tributari e contabili connessi a tale operazione assume un rilievo cruciale, non solo per gli operatori del settore ma anche per le imprese e i loro consulenti, chiamati ad affrontare sistemi complessi e, talvolta, incerti. Il contributo presenta nel primo capitolo l'inquadramento giuridico della scissione, delineando le diverse tipologie previste dalla normativa e i principali aspetti procedurali. Il secondo capitolo entra nel vivo dell'attuale inquadramento tributario di tale operazione richiamando talune problematiche connesse all'abuso del diritto e ai soggetti c.d. "*IAS adopter*". Nel terzo capitolo viene analizzato il futuro quadro normativo tributario applicabile alla scissione mediante scorporo alla luce dell'approvazione in data 30 aprile 2024 da parte del Consiglio dei ministri dello schema di decreto legislativo attuativo della delega contenuta nella L. 111/2023 per quanto attiene la revisione del regime impositivo dei redditi (IRPEF e IRES). Nell'ultimo capitolo vengono affrontati aspetti squisitamente contabili senza tralasciare un esempio pratico che individua le scritture da rilevare in partita doppia al fine di rappresentare tale operazione. Tenuto conto che la scissione mediante scorporo consente non solo di porre in essere operazioni di riorganizzazione interna all'azienda e al gruppo, il libro si propone di fornire un quadro chiaro e dettagliato di tutti i principali aspetti che caratterizzano tale operazione, offrendo agli operatori del settore strumenti utili per affrontare con competenza le complessità di tale operazione di gestione straordinaria.

CONDIZIONI DI ABBONAMENTO PER IL 2025

Unione europea	€ 165,00
Paesi extra unione europea	€ 240,00
Prezzo di un singolo numero	€ 40,00
(Extra U.E. € 60,00)	

Sconto 10% per gli iscritti agli Ordini professionali, Associazioni professionali, Università.

Le annate arretrate a fascicoli, dal 2015 fino al 2024, sono disponibili fino ad esaurimento scorte.

RIVISTA ON-LINE ALL'INTERNO DI "BIBLIOTECA RIVISTE" DAL 1975

U.E. € 125,00*

*IVA ESCLUSA

La rivista on-line riproduce, in pdf, i contenuti di ogni fascicolo dall'anno indicato fino all'ultimo numero in pubblicazione.

La sottoscrizione dell'abbonamento garantisce un accesso di 365 giorni dalla data di sottoscrizione.

In seguito alla sottoscrizione sarà inviata all'abbonato una password di accesso.

Il sistema on-line Biblioteca Riviste permette la consultazione dei fascicoli attraverso ricerche:

- full text;
- per estremi di pubblicazione (numero e anno fascicolo);
- per data.

In caso di sottoscrizione contemporanea a due o più riviste cartacee tra quelle qui di seguito indicate **sconto 10% sulla quota di abbonamento:**

	Unione europea	Paesi extra Unione europea
Banca borsa titoli di credito	€ 205,00	€ 295,00
Diritto del commercio internazionale	€ 185,00	€ 275,00
Giurisprudenza commerciale	€ 235,00	€ 360,00
Rivista dei dottori commercialisti	€ 165,00	€ 240,00
Rivista delle società	€ 170,00	€ 250,00

Gli sconti non sono cumulabili

L'abbonamento alla rivista cartacea decorre dal 1° gennaio di ogni anno e dà diritto a tutti i numeri relativi all'annata, compresi quelli già pubblicati.

Il pagamento può effettuarsi direttamente all'Editore:

- con versamento sul **c.c.p. 721209**, indicando chiaramente gli estremi dell'abbonamento;
- a **ricevimento fattura** (riservata ad enti e società);
- acquisto on-line tramite sito "shop.giuffre.it"
- oppure tramite gli **Agenti Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A.** a ciò autorizzati (cfr. www.giuffrefranciscilefebvre.it/it/agenzie).

Il rinnovo dell'abbonamento deve essere effettuato entro il 31 marzo di ciascun anno.

I fascicoli non pervenuti all'abbonato devono essere reclamati al ricevimento del fascicolo successivo. Decorso tale termine si spediscono, se disponibili, contro rimessa dell'importo.

Le comunicazioni in merito a mutamenti di indirizzo vanno indirizzate all'Editore.

Per ogni effetto l'abbonato elegge domicilio presso la Giuffrè Francis Lefebvre S.p.A. Via Monte Rosa, 91 - 20149 Milano.

Per ogni controversia, sarà competente esclusivamente il Foro di Milano.

Corrispondenza, manoscritti, pubblicazioni, periodici debbono essere indirizzati alla Direzione della Rivista.

INDICAZIONI PER LA PREDISPOSIZIONE E L'INVIO DEI CONTRIBUTI

I contributi destinati alla sezione **"dottrina"** devono essere presentati in formato word; la lunghezza massima è di 25 cartelle; ogni cartella deve essere redatta in carattere Times New Roman 12, interlinea singola, 3 cm di margine per lato; il titolo non deve superare le due righe; il nome dell'autore deve essere riportato senza titoli professionali o accademici; i paragrafi devono essere indicati con titoli specifici, numerati ed evidenziati in grassetto.

Deve essere predisposta una sintesi dell'articolo in lingua inglese (*abstract*), di estensione non superiore a 20 righe, contenuta in un box riquadrato dopo il titolo.

I riferimenti bibliografici devono essere lasciati all'interno del testo nella forma nome dell'autore/anno della pubblicazione (esempio: Rossi 2008); la bibliografia, in ordine alfabetico per autore, deve essere inserita dopo il testo e deve uniformarsi ai criteri seguenti:

a) per i volumi: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, editore ed anno di pubblicazione. Ad esempio: Rossi M., *Il bilancio d'esercizio*, Giuffrè 2008.

b) per gli articoli tratti da riviste: cognome e iniziale/i del nome dell'autore (o nome dell'ente), titolo in corsivo, nome della rivista, numero del volume della rivista ed anno di pubblicazione, numero della pagina iniziale. Esempio: Rossi M., *Le valutazioni di bilancio*, Rivista dei dottori commercialisti 1/2008, pag. 80 e ss.

Le note, pertanto solo di commento e di riferimento bibliografico, devono essere contenute il più possibile.

Ai fini della procedura di referaggio, il nome dell'autore sarà riportato sotto al titolo dell'articolo (senza titoli professionali o accademici) solo nella versione finale; l'autore deve inviare la bozza in forma anonima, espungendo il nome dall'intestazione (lasciando al suo posto dei puntini) e avendo cura che in nessuna altra parte del lavoro siano contenute citazioni o riferimenti che possano far risalire all'identità dell'autore medesimo.

I contributi destinati alla sezione **"attualità e pratica professionale"** devono rispettare i medesimi standard previsti per i contributi della sezione **"dottrina"**; non devono superare le 12 cartelle, non è richiesto per essi l'*abstract* in inglese e non devono essere proposti in forma anonima.

Gli articoli devono essere spediti via e-mail all'indirizzo redazione-rdc@odcec.mi.it.

L'autore deve indicare indirizzo e recapito telefonico ed allegare una breve nota informativa bio-bibliografica.

I contributi pubblicati in questa rivista potranno essere riprodotti dall'Editore su altre proprie pubblicazioni in qualunque forma.

Autorizzazione del Tribunale di Milano al n. 1534 del 29 agosto 1949
R.O.C. n. 6569 (già RNS n. 23 vol. 1 foglio 177 del 2/7/1982)



Pubblicità inferiore al 45%
Stampato da Tipografia Galli & C. S.r.l. - Varese

FSC

