



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



FONDAZIONE
COMMERCIALISTI
ODCEC di MILANO

SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

I QUADERNI

numero

85

IL DOTTORE COMMERCIALISTA E LE OPERAZIONI DI RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE

COMMISSIONE FINANZA E CONTROLLO DI GESTIONE



ORDINE DEI
DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI
ESPERTI CONTABILI

M I L A N O



SAF • SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE LUIGI MARTINO

I QUADERNI

numero

85

IL DOTTORE COMMERCIALISTA E LE OPERAZIONI DI RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE

COMMISSIONE FINANZA E CONTROLLO DI GESTIONE

SOMMARIO

PREMESSA	6
INTRODUZIONE	8
LE LINEE GUIDA DEI PIV PER LA VALUTAZIONE IN IPOTESI DI CONFERIMENTI E TRASFORMAZIONI	8
LA VALUTAZIONE DEI CONFERIMENTI SECONDO I PIV	9
VALUTAZIONE DI CONFERIMENTI IN SITUAZIONI DI RIORGANIZZAZIONE	11
1 LA RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE E L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO	14
ALBERTO ZAPPONI	
1.1 INTRODUZIONE ALL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO	14
1.2 CONFERIMENTI O APPORTI IN NATURA	16
1.3 CONFERIMENTI DI BENI DELL'IMPRESA	21
1.3.1 CONFERIMENTO PER SEGREGARE L'AZIENDA DA ALTRI ASSETS DELL'IMPRESA	21
1.3.2 CONFERIMENTO PER SEGREGARE BENI IMMATERIALI	26
1.3.3 CONFERIMENTO PER PREPARARE L'INGRESSO A NUOVI SOCI	28
1.4 CONFERIMENTO DA PARTE DEI SOCI DELLE AZIONI O QUOTE DELL'IMPRESA	33
2 PROBLEMATICHE CIVILISTICHE DELLE OPERAZIONI DI RIORGANIZZAZIONE SOCIETARIA	37
ALBERTO ZAPPONI	
2.1. L'OPERAZIONE PROGRAMMATA E LE INDICAZIONI AL PERITO SULLA VALUTAZIONE DA ESEGUIRE	37
2.2. CORRELAZIONI TRA PERIZIA, ATTO DI COSTITUZIONE/AUMENTO DI CAPITALE ED OBBLIGHI CIVILISTICI DI CUI ALL'ARTICOLO 2343 - 3° E 4° COMMA	52
2.3. DIFFERIMENTO DEI TERMINI DI EFFICACIA DEL CONFERIMENTO	61
2.4. CONCLUSIONI - SPUNTI OPERATIVI PER UNA GESTIONE PROFESSIONALE E COLLABORATIVA DEL CONFERIMENTO D'AZIENDA	63
3 I METODI DI VALUTAZIONE NEL CONFERIMENTO	68
FRANCESCO SANTORI	
INTRODUZIONE	68
3.1 IL METODO PATRIMONIALE	71
3.1.1 LE VERSIONI DEL METODO	71
3.1.2 I BENI INTANGIBILI	77
3.2 IL METODO REDDITUALE	80
3.2.1 LE VERSIONI DEL METODO	81
3.2.2 IL REDDITO NORMALIZZATO	87
3.2.3 IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE/CAPITALIZZAZIONE	88
3.2.4 L'ARCO TEMPORALE DI RIFERIMENTO	90
3.3 IL METODO FINANZIARIO	90
3.3.1 DETERMINAZIONE DELL'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO DEI DATI PREVISIONALI	94
3.3.2 I TASSI DI CRESCITA PROSPETTICI	94
3.3.3 IL VALORE TERMINALE	95
3.3.4 I TASSI DI ATTUALIZZAZIONE/CAPITALIZZAZIONE	96
3.3.4.1. LE FORMULE	98
3.4. I METODI MISTI	100
3.4.1. L'ORIZZONTE TEMPORALE DI RIFERIMENTO, I TASSI REMUNERAZIONE E DI ATTUALIZZAZIONE	101
3.4.1.2. LE FORMULE	103
3.4.2. LE VALUTAZIONI RELATIVE: I CRITERI EMPIRICI	105
3.4.2.1. MULTIPLI DI BORSA E LE TRANSAZIONI COMPARABILI	105
3.5 LA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE AZIENDALI: L'EVA ED IL REI	112
3.5.1. L'ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)	113
3.5.2. IL RISULTATO ECONOMICO INTEGRATO	116

4 LA REDAZIONE DELLA PERIZIA: LA RACCOLTA E LA ELABORAZIONE DELLE INFORMAZIONI 117

4.1.	CONOSCERE L'ORGANIZZAZIONE DI CUI SI DEVE REDIGERE LA PERIZIA DI VALUTAZIONE: LA RACCOLTA DELLE INFORMAZIONI	117
ALESSANDRA TAMI		
4.2.	POSSIBILE INDICE DI UNA PERIZIA	120
4.3.	PROBLEMATICHE RELATIVE ALLO SCENARIO NEL QUALE SI COLLOCA LA VALUTAZIONE	122
4.4.	PERIZIA DI STIMA E SCELTA DEI CRITERI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA	123
LUCIANO TARANTINO		
4.4.1.	ANALISI DEI MODELLI DI BUSINESS	125
4.4.2.	REGOLAMENTAZIONE E PRINCIPI CONTABILI	125
4.4.3.	CARATTERISTICHE PROFESSIONALI RICHIESTE AL VALUTATORE	126
4.4.4.	LA SCELTA DEL METODO: CONSIDERAZIONI FINALI	127
4.5.	LE PROBLEMATICHE FISCALI NELLE OPERAZIONI DI CONFERIMENTO: I RIFLESSI SULLA VALUTAZIONE	128
4.5.1.	L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO NEI PROCESSI DI M&A: PROBLEMATICHE DI TAX PLANNING	128
4.5.2.	LE OPERAZIONI DI M&A: CESSIONE DI AZIENDA	131
4.5.3.	LE OPERAZIONI DI M&A: CESSIONE DI PARTECIPAZIONE	132
4.6.	IL "CONFERIMENTO" E I "VANTAGGI FISCALI INDEBITI". UN APPROFONDIMENTO	137
LUCIANO TARANTINO		
4.7.	L'ATTENZIONE DEL LEGISLATORE NEL FAVORIRE LA CRESCITA DIMENSIONALE DELLE IMPRESE: RECENTI ORIENTAMENTI NELLE IMPOSTE INDIRETTE	143
4.7.1.	IL CONTROVERSO DIBATTITO SULL'ART. 20 T.U.R. E LE ARGOMENTAZIONI DELLA CONSULTA	145
4.7.2.	CONSIDERAZIONI A PROPOSITO DELLA SENTENZA	147
4.8.	LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO IN SITUAZIONI DI INCERTEZZA	148

5 CONCLUSIONI 150

ALESSANDRA TAMI		
5.1.	GLI ERRORI NELLE PERIZIE DI VALUTAZIONE	150
5.2.	DALLA TEORIA ALLA PRASSI: UN ESEMPIO DI CRITICITÀ DALL'ANALISI DI PERIZIE	153
5.3.	CONSIDERAZIONI FINALI	158

<i>BIBLIOGRAFIA</i>		<i>160</i>
---------------------	--	------------

APPENDICE

LA VALUTAZIONE DEL SOFTWARE IN UNA OPERAZIONE DI RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE 161

RICCARDO SCLAVI		
A.1.	INTRODUZIONE	161
A.2.	LA DEFINIZIONE DI SOFTWARE	161
A.3.	I CONTRATTI DI LICENZA PER IL SOFTWARE	163
A.3.1.	SEGRETO INDUSTRIALE	164
A.3.2.	LICENZA PROPRIETARIA	164
A.3.3.	LICENZA NON COMMERCIALE	165
A.3.4.	LICENZA GPL O COPYLEFT	165
A.3.5.	LICENZA LGPL	165
A.3.6.	LICENZA PERMISSIVA	165
A.3.7.	PUBBLICO DOMINIO	166
A.4.	IL MODELLO DI BUSINESS	166
A.5.	VALUTAZIONE DEL SOFTWARE	170
A.5.1.	I METODI PATRIMONIALI	171
A.5.2.	I METODI REDDITUALI	176
A.6.	UN CASO APPLICATIVO	180
A.7.	VALUTAZIONE DEL CAPITALE DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA TRASFORMAZIONE	190

PREMESSA

Il dottore commercialista è spesso chiamato a redigere perizie in operazioni di aggregazione aziendale, o in altri momenti della vita aziendale, dove il codice civile chiede l'intervento di un esperto per il completamento dell'operazione dal punto di vista civilistico.

La dottrina e la prassi distinguono il contenuto delle perizie in funzione anche dell'obiettivo della valutazione: le valutazioni d'azienda sono richieste in operazioni di scambio tra parti, dove venditore e acquirente possono avere propri obiettivi, e quindi prassi e teoria distinguono fra valore teorico e prezzo dello scambio, prezzo che dipende anche dalle sinergie e dai criteri definiti per attuare lo scambio.

Nei Conferimenti e trasformazioni la perizia assume un inoltre un ruolo di tutela dei terzi, in particolare di tutela dei creditori sociali, nel garantire che nella valutazione dell'azienda o del ramo d'azienda conferito, il valore del patrimonio netto, derivante dall'apporto, rappresenti una "garanzia" per i creditori della Newco.

L'obiettivo della ricerca è quella di indicare le criticità di una valutazione di ramo d'azienda soprattutto in periodi di incertezza dei mercati. La ricerca è partita da alcune cause proposte dopo il fallimento di alcune società derivanti da operazioni di conferimento, nelle quali il giudice contestava la correttezza della perizia, in relazione agli esiti negativi delle realtà derivanti dalle operazioni di conferimento.

Pertanto comprendere quale deve essere il processo di stesura di un perizia, dalle operazioni preliminari alla scelta del criterio di valutazione, rappresenta un contributo che il presente lavoro vuole fornire.

Il tema della valutazione d'azienda presenta molti contributi che si sono sviluppati nel tempo, con approcci di valutazione diversificati, in relazione allo stesso sistema di valori dell'ambiente di riferimento.

Criticità specifiche sono presenti nelle valutazioni d'azienda in periodi di crisi economica. La dottrina e la prassi si sono occupate del tema in particolare durante la crisi finanziaria scoppiata nel 2008 e che sono dopo 10 anni si stava risolvendo. Ora un'altra grave crisi economica, in conseguenza della crisi sanitaria del 2020 si sta sviluppando. Sebbene autorità monetari e non di tutto il mondo si stiano mobilitando per trovare delle soluzioni, è indubbio che almeno nel breve termine molte realtà, per il blocco

dell'attività produttiva, potranno avere perdite molte elevate che possono metterne in discussione la loro continuità.

Il contributo si propone di fornire un quadro di riferimento, con l'obiettivo di sensibilizzare il perito alla redazione di valutazioni coerenti con le *best practice* suggerite dalla dottrina e dalla prassi.

Di particolare interesse per il perito valutatore sono le linee guida che nel tempo hanno affrontato una problematica sempre molto rilevante, da quelle derivanti da organismi internazionali, come l'IVSC (*International Valuation Standards* - www.ivsc.org) alle numerose pubblicazioni di autori italiani, Guatri e altri che si sono interessati al tema, senza dimenticare i Principi italiani di valutazione (PIV) emanati a cura della Fondazione OIV.

Il Quaderno è frutto di un Gruppo di lavoro all'interno della Commissione Finanza dell'Ordine dei Dottori Commercialisti di Milano.

L'auspicio è che sia di utilità per i colleghi.

INTRODUZIONE

LE LINEE GUIDA DEI PIV PER LA VALUTAZIONE IN IPOTESI DI CONFERIMENTI E TRASFORMAZIONI

Il tema della valutazione in ipotesi di conferimento o trasformazione nell'ambito di operazioni di riorganizzazione societaria non può non far riferimento al contenuto delle linee guida definite dai PIV, pubblicati a cura dell'OIV, che affrontano anche il tema delle valutazioni in sede di conferimenti e trasformazioni. Riteniamo opportuno fornire una sintesi del contributo^[1].

Il paragrafo IV.5 del volume affronta il tema della valutazione dei conferimenti in natura disciplinati dagli artt. 2343, 2343-ter e 2465 c.c., articoli richiamati anche dall'art. 2500 c.c. relativo alle trasformazioni.

I PIV ricordano che sotto il profilo della sostanza economica i conferimenti possono essere distinti in due principali categorie in relazione alle caratteristiche della società beneficiaria:

1. Conferimenti a favore di una conferitaria neocostituita;
2. Conferimenti a favore di una conferitaria già operativa.

In entrambi i casi la valutazione di conferimento è finalizzata a garantire i creditori e i terzi dell'effettiva sussistenza del capitale della conferitaria; tuttavia nel caso di conferitaria già operativa, il conferimento richiede anche che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra valore di conferimento e valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento, del tutto simile a quello che si realizza nel caso delle fusioni. Si sottolinea inoltre che la valutazione non possa considerare valori potenziali, ma solo valori in atto.

Sotto il profilo logico, la garanzia nei confronti dei creditori e dei terzi si fonda sul fatto che il valore di ciò che è stato conferito non sia superiore al suo valore di mercato, rappresentato dal valore presumibile di cessione degli stesi beni, purché tale valore sia un valore normale.

¹ PIV Principi italiani di valutazione, OIV, 2015, in <https://www.fondazioneoiv.it/piv/>, p. 311.

In tale direzione per i PIV va l'interpretazione dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera a) che richiama la possibilità di evitare una relazione di stima quando il conferimento avviene ad un valore pari o inferiore al *fair value* degli stessi beni iscritti in bilancio (purché soggetto a revisione) dell'esercizio precedente.

Per il concetto di *fair value* i PIV ai fini contabili fanno riferimento all'IFRS13, individuandolo come un prezzo di cessione (*exit price*). Il legislatore fa obbligo agli amministratori di controllare che tale valore non abbia subito variazioni.

I PIV sottolineano che sotto il profilo valutativo sia importante anche distinguere fra conferimenti che hanno per oggetto un insieme (non organizzato) di beni o piuttosto un'azienda o un ramo d'azienda. La principale differenza fra singoli beni e aziende (o rami) attiene al fatto che solo a queste ultime/i può essere eventualmente associato l'avviamento. Nel caso di conferimento di un insieme organizzato di beni bisogna poi distinguere fra conferimenti di aziende e conferimenti di rami di azienda. La principale differenza attiene alla disponibilità di informazioni da parte del perito: nel caso di conferimento d'azienda sono disponibili informazioni storiche in merito alle *performance* (conto economico) del compendio conferito, mentre, nel caso di rami, spesso questa informazione non è disponibile.

I PIV suggeriscono come nel caso di conferimento di rami spesso sia necessario anche normalizzare il reddito atteso del perimetro conferito quando il ramo è un segmento operativo di un'azienda preesistente, modificato nell'aspetto patrimoniale, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clienti, *know-how*, personale, etc.

I PIV sottolineano come debba essere riservata particolare attenzione alle prospettive reddituali e patrimoniali delle aziende e rami d'azienda scorporati da imprese o gruppi in difficoltà e conferite a beneficiarie di nuova costituzione sulla base di un disegno di risanamento e di rilancio in quanto ritenute ancora valide. In tale ipotesi il valore di conferimento deve considerare attentamente i profili di rischio e l'eventuale durata di periodi di perdita o di redditività carente, al limite riducendo il valore di conferimento anche al di sotto del valore di liquidazione.

La valutazione dei conferimenti secondo i PIV

Il paragrafo IV.5.1 sottolinea l'importanza di verificare se il conferimento riguarda un complesso organizzato di beni (azienda o ramo d'azienda), oppure non organizzato.

Nel caso di conferimenti di rami d'azienda si sottolinea che l'esperto debba verificare l'autonomia del reddito del ramo, ovvero deve verificare l'esistenza di beni e processi preordinati per la generazione di benefici futuri da parte di un partecipante al mercato^[2].

L'autonoma capacità di reddito di un ramo richiede all'esperto di verificare se alcune attività o processi non sono stati oggetto di apporto e nel caso considerare se tale assenza possa essere integrata dalla beneficiaria direttamente (con le attività di cui già dispone) o indirettamente (facendo ricorso al mercato).

Nel successivo paragrafo IV.5.2 i PIV, richiamando come la configurazione di valore sia quella del valore normale di mercato dei beni, ovvero del valore intrinseco nel caso di ramo d'azienda, se inferiore al valore normale dei beni, suggeriscono di adottare anche più di una configurazione di valore, che tenga conto della logica della operazione di conferimento nel più ampio contesto dell'operazione acquisitiva.

Si sottolinea che la finalità della stima è identificare il valore dei beni conferiti, come riconoscibile dal mercato (a tutela dei creditori e dei terzi) in condizioni normali. Deve essere un valore di mercato dotato di una certa stabilità. I PIV definiscono valore di mercato (principio I.6.12.) come: *“Il valore normale (di mercato) di un'attività è il prezzo che si stima si formerebbe sul mercato in condizioni normali, nelle quali i prezzi non siano ingiustificatamente depressi o irrazionalmente elevati, rispetto ai fondamentali.”*

Quindi occorre verificare che non siano presenti situazioni di valori irragionevolmente elevati o depressi per bolle speculative o di depressioni di mercato.

Il valore normale di mercato differisce dal valore intrinseco in quanto assume la prospettiva del massimo e del miglior uso dell'attività da parte del partecipante al mercato e riflette premi e sconti, mentre il valore intrinseco assume la prospettiva dello specifico soggetto che detiene l'attività, non necessariamente esprime l'*highest and best use* e non considera premi o sconti.

Il valore normale di mercato coincide con il valore di mercato corrente alla data della valutazione quando il mercato di riferimento dell'attività esprime valori normali, ovvero quando sono assenti fattori esogeni di natura straordinaria (ad esempio una straordinaria quantità di liquidità sul mercato che può indurre un *asset price inflation*).

² PIV, *op. cit.*, p. 313

Il valore di conferimento normalmente coincide con il minore fra il valore intrinseco ed il valore di mercato (cioè il valore recuperabile più certo delle attività conferite) e deve garantire sempre la tutela dei creditori e dei terzi.

Al punto IV.5.3 i PIV suggeriscono come il valore a fini di conferimento deve esprimere il valore dei beni conferiti nelle loro condizioni correnti (al netto delle risorse eventualmente necessarie a renderli idonei a un'autonoma generazione di reddito) e normalmente riflette i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento. In casi particolari in cui sia abbiano conferimenti di beni o rami aziendali strettamente complementari fra loro, il valore può riflettere i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito della gestione integrata dei propri beni con quelli oggetto di conferimento.

Se i conferimenti prevedono operazioni prive di sostanza economica, le valutazioni non considerando i benefici attesi dalla beneficiaria a seguito del conferimento, in quanto tali benefici sono solo potenziali e non esprimono valori in atto.

In casi particolari, per ragioni di sostanza economica l'esperto può considerare i benefici attesi dalla gestione integrata dei beni conferiti, ma garantendo comunque la tutela dei creditori e dei terzi.

Valutazione di conferimenti in situazioni di riorganizzazione

Al paragrafo IV.5.4. del volume si discute come nei casi di conferimenti di rami o di aziende da parte di gruppi o società in difficoltà che si caratterizzano per un profilo di assorbimento di cassa e redditività corrente inadeguata, si debba porre particolare attenzione alle proiezioni reddituali e ai profili di rischio.

Si sottolinea inoltre che quando il complesso di beni trasferiti costituisce un'azienda o un ramo di azienda caratterizzato da una redditività corrente ancora inadeguata, particolare attenzione deve essere prestata nella ricostruzione della capacità di reddito a regime del compendio conferito ai profili di rischio.^[3]

Le precisazioni dei PIV confermano come la valutazione nelle operazioni di conferimento e trasformazione abbiano l'obiettivo principale di definire valori attenti alla tutela dei creditori della società.

³ PIV, *op. cit.*, p. 315

Questo implica, soprattutto quando oggetto del conferimento sia un'azienda o un ramo d'azienda "funzionante", si ponga il problema della continuità di tale entità aziendale. Il problema è l'orizzonte temporale nel quale tale continuità debba essere definita. Ai fini della continuità nella redazione del bilancio d'esercizio teoria e prassi concordano nel riconoscere tale fattispecie nell'orizzonte di un anno dal bilancio d'esercizio. La domanda che ci si pone è se tale orizzonte sia sufficiente come garanzia per i creditori, obiettivo posto dai PIV come principio delle valutazioni in sede di conferimento^[4]. Va osservato che la tradizionale operazione di conferimento si accompagna ad una operazione di aumento di capitale della società conferitaria, con la definizione della quota da destinare ad aumento nominale del capitale sociale e della quota da attribuire a sovrapprezzo azionario. La definizione del volume di azioni riconosciute all'entità conferente riflette quella che sarà la *governance* del dopo conferimento e il rapporto fra nuovi e vecchi azionisti, se il conferimento avviene in una società già operativa.

È importante notare che spesso il conferimento è fattispecie tipica di operazioni anche di *leverage buy out*, dove in una *newco* viene apportata la società operativa dell'imprenditore, mentre l'investitore istituzionale interviene anche con apporto di debito, per dotare la *newco* delle risorse necessarie per le strategie di sviluppo.

Mutamenti di scenario possono in tale contesto rendere irraggiungibili gli obiettivi del *business plan* originario, da cui l'emergere di situazioni di criticità. Il dubbio in tale situazione è se il valore attribuito al conferimento abbia concorso alle criticità che sono emerse nel periodo successivo.

Pertanto la definizione dell'orizzonte nel quale la continuità debba essere considerata rappresenta un vincolo alle valutazioni da parte dello stesso perito, che nel definire il valore dell'apporto, soprattutto occorre valutare se in periodi di incertezza, il perito dovrebbe esplicitare le ipotesi relative agli scenari di riferimento^[5].

L'affermazione dei PIV che nel conferimento la tutela è diretta soprattutto agli inte-

⁴ La ricerca è nata dalla constatazione che dopo il fallimento di società che avevano goduto di un apporto si sono avute contestazioni sulla perizia di tale conferimento. La discussione del caso, presentata nelle pagine successive, fa emergere la necessità che il conferimento di azienda o di ramo d'azienda non si limiti a verificare l'esistenza di un valore del patrimonio netto positivo, ma che tale entità sia anche in situazioni di continuità aziendale.

⁵ Il tema della continuità aziendale viene affrontato dal nuovo codice della crisi d'impresa, che definisce in sei mesi il periodo nel quale la società deve dimostrare un adeguato DSCR. Per quanto riguarda i modelli di rating sulle emissioni obbligazionarie, occorre osservare che le agenzie di rating emettono sia rating di breve periodo che di più lungo periodo.

ressi dei creditori suggerisce al perito di completare la sua perizia di valutazione non solo verificando il valore assoluto del patrimonio netto, come differenza fra valori attribuiti alle varie classi di attività e quello attribuito alle varie classi di passività, come previsto dal c.c., ma anche che tale valore sia coerente con una situazione di continuità aziendale.

Nelle pagine successive un approfondimento su questo aspetto.

1 LA RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE E L'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

Alberto **Zapponi**

1.1 INTRODUZIONE ALL'OPERAZIONE DI CONFERIMENTO

Il conferimento è quell'operazione mediante la quale un soggetto (conferente) apporta beni o servizi a titolo di capitale in una società (conferitaria), ricevendo in cambio una partecipazione nel capitale della società stessa.

In linea generale può essere conferita ogni entità, sia bene (proprietà o godimento) che servizio (prestazione di dare, fare, garanzia...) suscettibile di valutazione economica ed utile per il conseguimento dell'oggetto sociale.

Un'eccezione a tal proposito è posta per i conferimenti in società per azioni, nelle quali non possono essere conferite prestazioni d'opera o servizi.

Per il conferimento a titolo di proprietà di beni in natura, la garanzia dovuta dal socio ed il passaggio dei rischi, sono regolati dalle norme sulla vendita (art.2254 comma 2 c.c.).

Per il conferimento, a titolo di godimento (anche sotto forma di contratto di leasing), il rischio rimane a carico del socio che ha eseguito il conferimento; il conferente potrà essere escluso dalla società qualora la cosa perisca o il godimento diventi impossibile per causa non imputabile agli amministratori (art.2286 comma 2 c.c.); la garanzia per il godimento è regolata dalle norme sulla locazione.

Nell'ipotesi in cui oggetto di conferimento sia un credito, il conferente risponde dell'insolvenza del debitore nei limiti indicati dall'art.1267 c.c. per il caso di assunzione convenzionale della garanzia (art.2255 c.c.); ciò significa che in caso di insolvenza del debitore ceduto, il socio risponde nei confronti della società nel limite del valore assegnato al suo conferimento, oltre al rimborso delle spese e ai relativi interessi.

Il codice civile dispone procedure differenziate per il conferimento in società per azioni e società a responsabilità limitata; data per assodata la conoscenza da parte dei lettori di tali distinte procedure, la giurisprudenza e la prassi notarile hanno sviluppato un corpo di "regole di secondo livello" riguardo a diversi aspetti della questione, tra i quali: il soggetto chiamato a redigere la perizia, la data di riferimento della perizia, anche in riferimento alla data di effetto del conferimento, l'utilizzabilità di perizie prepa-

rate per scopi diversi (art. 2343-ter c.c.).

Per l'analisi di tali questioni, nel secondo capitolo verrà offerta una carrellata degli orientamenti proposti dal Consiglio notarile di Milano e dal Comitato interregionale dei Consigli notarili del triveneto.

Mentre le massime del Consiglio notarile di Milano sono il frutto di una scelta giurisprudenziale unilaterale degli Uffici giudiziari (in particolare del Tribunale di Milano), il lavoro prodotto dal Comitato interregionale del Triveneto è invece l'espressione della combinata collaborazione di diverse categorie professionali che partecipano all'elaborazione di orientamenti, di quelle che possono essere definite le *best practice*.

Entrando nel merito del conferimento in natura del bene "azienda", una prima schematizzazione può essere fatta riguardo alla natura di quanto conferito.

Di massima, è possibile che quanto conferito:

- sia l'intera azienda;
- sia un ramo della stessa (ossia una parte dell'attività aziendale), purché si tratti, anche in questo caso, di un complesso di beni e rapporti giuridici idoneo - dal punto di vista strutturale, funzionale e organizzativo all'esercizio di un'attività d'impresa e atto a produrre reddito;

Al riguardo, in sede giurisprudenziale, è stato chiarito che, perché si abbia conferimento d'azienda (o di ramo aziendale), "è necessario che venga conferito un complesso di beni di per sé idoneo a consentire lo svolgimento di una determinata attività d'impresa" (Cass. 21.10.95 n.10993).

Secondo quanto precisato dalla Corte di Cassazione è possibile procedere al conferimento di azienda o di ramo di azienda anche qualora:

- l'attività della società conferitaria sia diversa da quella svolta dal conferente;
- detta società, una volta divenuta il nuovo titolare dell'azienda, debba integrare l'insieme dei beni trasferiti con ulteriori fattori produttivi;
- occorre che "i beni mancanti non siano tali da alterare l'unità economica e funzionale del complesso aziendale, atteso che non basta che i beni conferiti abbiano fatto parte di un'azienda, ma è altresì necessario che essi, per le loro caratteristiche ed il loro collegamento funzionale, rendano possibile lo svolgimento di una specifica impresa" (Cass. 21.10.95 n.10993).

1.2 CONFERIMENTI O APPORTI IN NATURA

Come detto innanzi, elemento caratterizzante del conferimento è lo scambio che ha luogo tra il conferente ed il conferitario; a fronte della dotazione in capo a quest'ultimo di un bene (od un servizio) a titolo di proprietà o di godimento, il conferente riceve una quota di partecipazione al capitale del conferitario stesso.

È evidente che tale situazione crea l'insorgenza di un rapporto giuridico diverso rispetto a quelli generati dalla vendita o dalla donazione.

Per contro, il rapporto giuridico che si instaura con il conferimento è diverso anche da ciò che si realizza con l'apporto in natura; bisogna subito iniziare a distinguere esattamente l'apporto - inteso quale attribuzione patrimoniale a favore della società e sottratto all'obbligo di restituzione - dai conferimenti, da un lato, e dai finanziamenti, dall'altro.

L'apporto in società, nel senso sopra assunto ed indagato, sia esso in denaro o in natura, si caratterizza per una funzione economica analoga a quella del conferimento, in quanto rappresenta una delle forme attraverso cui i soci (anche se non necessariamente loro) dotano la società di risorse per svolgere la propria attività di impresa. Pur appartenendo quindi all'ambito degli strumenti di raccolta, l'apporto si distingue dal conferimento, in quanto il suo eventuale ingresso a titolo definitivo nel patrimonio sociale non implica necessariamente un'integrazione del capitale sociale: esso nel portare ad un incremento delle riserve (quindi del patrimonio netto aziendale), rimane sganciato dalle regole che sovrintendono alla formazione, incremento e riduzione del capitale sociale.

Gli apporti in denaro ed in natura non sono disciplinati espressamente dal legislatore, ma non è possibile dubitare della loro liceità, visto che nessuna norma o principio societario e civilistico li impedisce; traccia della loro ammissibilità si trova in ambito fiscale (l'art. 88, 4° comma Tuir), secondo cui "non si considerano sopravvenienze attive i versamenti in denaro o in natura fatti a fondo perduto o in conto capitale alle società"; tale norma, nel confermare indirettamente la fattibilità civilistica dell'apporto, giunge a rappresentare un incentivo al ricorso a tale strumento di finanziamento, sancendo un principio di neutralità della fattispecie, dal punto di vista delle imposte sui redditi dell'impresa conferitaria.

Rispetto alla fattispecie tipica del finanziamento (a debito), l'apporto si caratterizza per la presenza di due fattori; gli apporti acquisiti a titolo definitivo nel patrimonio sociale:

- i. non implicano alcun obbligo restitutorio della società;
- ii. non possono mai contemplare forme di remunerazione assimilabili alla produzione di interessi.

Manca quindi, nel caso in esame, il tratto tipico di tutte le forme di finanziamento (ivi compresi quelli effettuati dai soci), ossia la pretesa giuridica alla restituzione; inoltre se – in astratto – anche il mutuo può contemplare l'assenza di una remunerazione, in quanto convenuto privo di interessi, tale mancanza di remunerazione costituisce invece un tratto essenziale nell'apporto, un dato giuridico imprescindibile, a pena di riqualificazione della fattispecie.

La disciplina del negozio, a forma libera in caso di apporto spontaneo non donativo di denaro, risentirà necessariamente della qualità del bene "apportato" e quindi: in caso di immobili implicherà la forma scritta – *ad substantiam* – ed anche quella autentica per poter dare corso a tutte le conseguenti formalità pubblicitarie, cui consegue l'opponibilità ai terzi; in caso di aziende o loro rami richiederà la forma scritta ad probationem e quella autentica per l'accesso alla pubblicità commerciale – cfr. art. 2556 c.c. –; l'apporto di crediti consiglierà ugualmente la forma scritta, onde disciplinare attentamente i profili di disciplina; infine sarà da escludere la necessità di adottare la forma solenne dei negozi donativi, fatta eccezione per quei rari casi in cui di vera donazione si tratti.

L'opportunità del contratto scritto si evidenzia ulteriormente in quanto è l'autonomia privata a dominare la materia: essa non può incidere sui tratti fondanti e distintivi della fattispecie, a pena di una sua riqualificazione come conferimento o finanziamento, ma è libera di articolare la tipologia di apporto e la sua disciplina.

Questo quadro sembra quindi, pur in mancanza di un espresso riferimento legislativo, far emergere un'istanza "di sistema" in base alla quale, probabilmente, la forma scritta sia di fatto regola non testuale per tutti gli apporti con vincolo di destinazione, siano essi destinati al capitale nominale o semplicemente al patrimonio; prescrizione che risulterebbe del resto coerente con la circostanza che tutte le forme di "arricchimento" della società sono destinate a trovare rappresentazione nel bilancio, realtà documentale che necessità di un

supporto di base ugualmente documentale^[6].

La questione che ora si pone è se, ogni qual volta in cui un socio si renda disponibile ad apportare, spontaneamente e definitivamente, un bene in natura nel patrimonio sociale, sia sempre e comunque indispensabile applicare per analogia la disciplina dei conferimenti e quindi far predisporre una relazione giurata di stima secondo le regole previste dagli artt. 2343 ss. e 2465 c.c.

La preoccupazione manifestata da molti studiosi è che un'interpretazione "liberale" delle norme, con una disapplicazione delle prescrizioni in materia di conferimenti in natura, si presti a comportamenti abusivi, che di fatto permetterebbero con relativa facilità di aggirare le norme sulla corretta formazione del capitale. Sarebbe in effetti sufficiente effettuare un apporto in natura, privo di ogni filtro di controllo, iscrivere in bilancio la riserva conseguente, così incrementando il patrimonio netto della società, ed immediatamente dopo deliberare un aumento gratuito del capitale ai sensi degli artt. 2442 o 2481 *ter* c.c., per aver realizzato sostanzialmente un'operazione di rafforzamento patrimoniale in tutto e per tutto assimilabile ad un conferimento in natura privo della perizia di stima richiesta dalla legge.

La prima considerazione da svolgere è che le regole in materia di aumento gratuito del capitale – cfr. artt. 2442 e 2481 ter c.c. – fanno sì cenno alle “riserve e gli altri fondi iscritti in bilancio in quanto disponibili”, ma non le selezionano in funzione delle loro modalità di formazione, limitandosi, secondo l’interpretazione comune e condivisa, semplicemente a richiedere che esse – tutte ed indistintamente, comunque formatesi – risultino da un bilancio approvato. Il testo normativo non richiede in alcun modo che, in funzione della modalità di costituzione della riserva, sia necessaria sin dall’origine (momento dell’apporto nel caso in esame) la perizia: dal sistema sembra in contrario potersi ricavare l’intenzione di affidarsi agli amministratori ed alla loro funzione di filtro, che si sostanzia nelle regole di formazione del bilancio, nella scelta dei criteri di valutazione e di appostazione dei beni e nella loro conseguente responsabilità civile e penale^[7].

Peraltro, il sistema giuridico che caratterizza la vita delle imprese conosce già altri casi nei quali operazioni straordinarie, con impatti anche sulla quantificazione del pa-

⁶ Consiglio Nazionale del notariato: Studio 276/2015-I

⁷ Consiglio Nazionale del notariato: Studio 276/2015-I

trimonio netto contabile, vengono regolati in funzione del prudente apprezzamento degli amministratori; volendo portare un primo esempio, la contabilizzazione sotto la responsabilità degli amministratori di cespiti acquisiti a titolo gratuito: il principio contabile O.I.C. n.16 prescrive che l'iscrizione possa essere effettuata *“in base al presumibile valore di mercato attribuibile alle stesse alla data di acquisizione, a cui vanno aggiunti i costi sostenuti e/o da sostenere affinché le stesse possano essere durevolmente ed utilmente inserite nel processo produttivo. In ogni caso, il valore contabile dell'immobilizzazione non può superare il valore recuperabile”*.

Altro caso che si può ritenere simile è la problematica legata all'applicazione di norme di origine fiscale (le leggi di rivalutazione dei beni d'impresa) che si sono ripetute più volte nel tempo, sin dal lontano 1983, (Legge n.72 del 19-03-1983), portando con sé notevoli implicazioni civilistiche e societarie.

La possibilità di rivalutazione dei beni d'impresa, nell'ambito delle varie norme che si sono succedute nel tempo, è stata rimessa esclusivamente ad una scelta gestionale degli amministratori che, nell'ambito della predisposizione del bilancio, potevano optare per tale soluzione purché la motivassero adeguatamente, unitamente all'organo di controllo, nelle relative relazioni di accompagnamento. In diversi casi, tra i parametri ed i limiti previsti per la rivalutazione, e la conseguente iscrizione di maggiori valori in bilancio, non vi era la necessità di alcuna relazione giurata di stima da parte di esperti terzi. I saldi di rivalutazione monetaria possono essere imputati a capitale, accantonati in una speciale riserva, ridotti mediante l'utilizzazione della procedura prevista per la riduzione reale del capitale sociale o utilizzati a copertura delle perdite.

Con l'inserimento nell'ordinamento di tali norme, il fatto che – a fronte della emersione di una riserva conseguente alla rivalutazione di beni già iscritti in bilancio (senza alcuna predisposizione di perizie giurate da parte di terzi) – si è inserita nel sistema una procedura che di fatto permette successive operazioni di forte rilievo patrimoniale e finanziario: l'imputazione della rivalutazione ad aumento di capitale, a copertura di perdite ed eventualmente anche a sua possibile distribuzione ai soci.

Sulla base delle precedenti considerazioni, possiamo tentare una ricostruzione organica delle differenti situazioni che possono presentarsi in concreto, cercando così di distinguere la disciplina “ordinaria” di questa operazione (n.d.r. dell'apporto), da quella che si deve

applicare quando ricorrono precisi indici di aggiramento dei principi sulla corretta formazione del capitale. Ed in primo luogo può essere a questo punto utile recuperare una distinzione proposta di recente da un'Autorevole dottrina secondo cui la necessità della perizia di stima può porsi solo allorquando vi è "destinazione" di beni in natura, ossia vincolo di risorse ad uno scopo, e non "attribuzione": la prima genera investimento, ossia voci di patrimonio netto, che assumono i contorni del capitale nominale - e richiedono quindi una perizia di stima - ove rappresentanti conferimenti "tipici", in esso computabili per legge, e conferimenti "atipici" in caso contrario; la seconda crea passività reali, ossia indebitamento, e non pone in alcun caso questioni sulla necessaria valutazione peritale dell'oggetto dell'atto "attributivo".

Quando le parti - "apportante" e società - intendono quindi realizzare una destinazione, ponendo in essere un apporto spontaneo, e la disciplina del loro rapporto prevede che lo stesso sia in tempi stretti imputato a capitale, o comunque, pur se non a breve termine, esiste già un programma negoziale che vuole realizzare tale operazione, sicuramente dovrà essere predisposta una perizia di stima. In questo caso, infatti, possono porsi due alternative: un aumento di capitale a pagamento, in quanto l'apporto rappresenta tecnicamente un versamento in conto (futuro) aumento di capitale, ossia un anticipato conferimento in natura; un aumento di capitale gratuito, in quanto l'apporto spontaneo si "socializza" a beneficio di tutta la compagine, rappresentando un "normale" versamento a fondo perduto/in conto capitale. Le due operazioni, pur se radicalmente differenti tra loro, realizzano un rafforzamento del capitale sorretto dalla prestazione di un bene in natura a favore della società, che non può quindi sfuggire alla disciplina della stima.

Se viceversa il medesimo apporto si realizza nell'ambito di un programma negoziale che esclude espressamente l'imputabilità a capitale della possibile riserva che emerge, non vi sarà alcuna necessità di stima, in quanto la permanente destinazione della riserva esclude in radice la sussistenza di alcun rischio.

Un ulteriore passo può però essere compiuto quando le parti, nel momento in cui l'apporto spontaneo viene effettuato, non hanno alcun preciso programma negoziale che contempli un aumento di capitale, poiché in tal caso saremo davanti ad un "semplice" versamento a fondo perduto/in conto capitale, entrante a far parte del netto, caratterizzato dall'oggetto dell'apporto diverso dal denaro ma che non richiede alcuna perizia di stima. Quando la società approverà il primo bilancio successivo all'apporto, il valore di quest'ultimo sarà

definitivamente “acquisito” come riserva, cristallizzato, ed in futuro, come ogni altra posta del netto, prescindendo dalla sua specifica origine e modalità di formazione, potrà essere utilizzato per eventuali operazioni straordinarie, tra le quali anche aumenti gratuiti del capitale.

Ed allora in tutti i casi di apporti spontanei, salvo quello per primo illustrato in questo paragrafo nel quale le parti sin dal primo momento “dichiarano” la loro intenzione di una successiva imputazione a capitale, dovrebbe valere la regola secondo cui non è necessaria alcuna perizia di stima; con l’avvertenza che solo quando la società avrà approvato un bilancio successivo all’apporto tale posta potrà essere trattata come una qualsiasi altra parte del netto. In conclusione, quel che rileva non è il fattore tempo – inteso come intervallo tra l’esecuzione dell’apporto e la delibera di aumento gratuito del capitale – quanto il procedimento adottato, dovendosi intendere la perizia di stima come un succedaneo dell’approvazione di quel bilancio – ordinario o straordinario, nel senso di infrannuale – che recepisce l’emersione del valore e crea la riserva. In questo quadro, sarà compito del giudice – civile e penale – stabilire se le parti hanno inteso realizzare un procedimento in frode alla disciplina dei conferimenti nel caso specifico, ma non si potrà invece, sul piano generale, desumere una regola che imponga la sistematica valutazione di stima degli apporti spontanei a patrimonio in natura⁸.

1.3 CONFERIMENTI DI BENI DELL’IMPRESA

1.3.1 Conferimento per segregare l’azienda da altri assets dell’impresa

La pratica professionale e le cronache finanziarie di frequente affrontano situazioni nelle quali si giunge ad enucleare l’azienda (ma anche un ramo d’azienda od una semplice divisione) dal complessivo contesto dell’impresa; in altri casi ricorrenti invece, la società decide di separare il patrimonio immobiliare dal resto dell’azienda.

Molto differenziate possono essere le motivazioni di tali operazioni, ma caratteristica comune di tutte queste situazioni è che nello stato patrimoniale della scorporata si assiste alla fuoriuscita di una serie di voci dell’attivo e del passivo, sostituite dall’iscrizione della partecipazione, di solito tra le immobilizzazioni finanziarie (anche per motivi

⁸ Consiglio Nazionale del notariato: Studio 276/2015-I

legati all'applicazione di specifiche discipline fiscali).

Spesso, la segregazione di parte degli assets dell'impresa viene pianificata in funzione di un passaggio generazionale, oppure per ottenere una separazione funzionale dei beni (per esempio il c.d. spin off immobiliare funzionale ad una miglior valorizzazione del patrimonio), od anche per una successiva cessione del patrimonio segregato.

Volendo entrare nel merito di alcune tipologie particolari di segregazione patrimoniali, esaminiamo un caso particolare, costituito dalla fattispecie nella quale l'attivo contabile estrapolato risulta inferiore al valore contabile delle passività associate all'operazione. Presentato nel mese di luglio 2018, un documento del Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili^[9], analizza la problematica della scissione negativa; è evidente che le medesime considerazioni possono essere associate al caso in cui, anziché porre in essere una scissione, la società opta per un conferimento.

Riconducibile allo schema della operazione, seppure atipica, sembra inoltre essere la fattispecie di scissione negativa, con la quale viene assegnato, a una (o più) società beneficiarie, un insieme di elementi patrimoniali attivi e passivi con valore contabile netto negativo (in quanto il valore contabile delle attività assegnate è inferiore al valore contabile delle passività trasferite alla società beneficiaria), distinguendo l'ipotesi in cui il patrimonio scisso sia contabilmente negativo ma con valore "reale" positivo, da quella in cui l'assegnazione riguardi elementi patrimoniali di valore sia contabile che economico negativo^[10].

Per la verità, esiste anche una diversa casistica, rappresentata dal caso in cui – a fronte di un valore contabile positivo del patrimonio segregato – ad esso corrisponda un valore economico negativo.

La Cassazione^[11], nell'affrontare la questione ha affermato che *“la scissione in questione è stata realizzata per finalità non tipiche della scissione ma (trasferendo passività e mirate attività dalla società... alla società...) finalizzate essenzialmente ad attribuire alla società... un apparente stato di solvibilità, sembra essersi realizzata una non consentita ipotesi di scissione c.d. negativa verso una società neocostituita. Ricorre tale ipotesi quando*

⁹ Documento di ricerca: *“La scissione negativa: ammissibilità civilistica ed aspetti contabili”*, 19 luglio 2018

¹⁰ Documento di ricerca: *“La scissione negativa: ammissibilità civilistica ed aspetti contabili”*, 19 luglio 2018

¹¹ Cassazione, Sez. I Civ. 20 novembre 2013, n. 26043

il valore reale del patrimonio assegnato sia negativo. Tale scissione è da ritenere non consentita in quanto non potrebbe sussistere alcun valore di cambio e conseguentemente non potrebbe aversi una distribuzione di azioni”.

Il documento preparato dal Consiglio nazionale, si sforza anche di individuare possibili casi cui possa essere associata un’operazione di scissione negativa; *con riguardo alle finalità perseguibili attraverso le operazioni di scissione negativa, si evidenzia come anche tali fattispecie possano trovare sul fronte operativo interessanti sbocchi applicativi potendo interessare diversi ambiti quali la riorganizzazione, la ristrutturazione di assetti aziendali o di compagini sociali o essere effettuate anche in situazioni di crisi di impresa, nonché all’interno del procedimento di liquidazione societaria, purché nelle società partecipanti non sia iniziata ancora la distribuzione dell’attivo. Con riguardo a tale ultimo aspetto, nulla esclude che la beneficiaria della scissione, rispettando le condizioni di cui all’art. 2506, co. 4, c.c., possa essere una società in liquidazione e in tal caso, la scissione negativa rappresenterebbe un’operazione volta a organizzare diversamente e in modo più efficace il processo di liquidazione della società. L’opinione prevalente ritiene che la norma richiamata, non distinguendo fra le diverse cause di liquidazione, si riferisca anche all’ipotesi di liquidazione per perdite; conseguentemente, anche prima dello scioglimento per tale causa e del conseguente ingresso nello stato di liquidazione, la società col capitale eroso dalle perdite potrebbe deliberare una scissione che rientri tra “gli opportuni provvedimenti” ai sensi dell’art. 2446, co. 1, c.c.*

Tale operazione potrebbe considerarsi legittima se il patrimonio netto della beneficiaria sia tale da assorbire il valore negativo della frazione di patrimonio apportata per scissione, di modo che, a seguito dell’operazione, il livello di perdite della beneficiaria medesima non oltrepassi i limiti di cui all’art. 2446 o dell’art. 2447 c.c., o la esponga al rischio dello scioglimento ai sensi dell’art. 2484, n. 4, c.c.

Con riguardo alle altre finalità della scissione negativa dal punto di vista operativo, si evidenzia come la scissione di una “parte” di patrimonio netto negativo comporti per la società scissa un indubbio beneficio in quanto tale operazione consente di riallocare assets ritenuti non più strategici, ottenendo una razionalizzazione della struttura produttiva mediante il ridimensionamento dell’attività svolta, con conseguente riduzione dei costi nonché un miglioramento della situazione patrimoniale-finanziaria dovuta

all'assegnazione alla beneficiaria di elementi passivi il cui valore contabile è superiore al valore degli attivi assegnati. Tale operazione consente, inoltre, di: 1) attuare una separazione di rami aziendali non più operativi o non più coerenti con l'attività principale della società; 2) riallocare le attività in più società con nuovi e diversi assetti sociali (ad esempio in caso di separazione del ramo industriale da quello commerciale); 3) rimodellare la compagine sociale (si pensi anche all'ipotesi di ricambio generazionale). *Per la società beneficiaria, invece, l'operazione presenta dei vantaggi laddove gli assets patrimoniali assegnati siano sottostimati (è il caso, ad esempio, di rami d'azienda che contabilmente abbiano valori negativi in bilancio ma che, in caso di cessione, abbiano un alto valore di avviamento); o di immobilizzazioni (quali ad esempio immobili) iscritte in bilancio al costo storico o acquisite mediante contratti di leasing; o laddove siano assegnati rami di azienda che, nonostante il valore contabile negativo, abbiano notevoli potenzialità future di produrre reddito (si pensi ad esempio alle sinergie strategiche con la società beneficiaria in termini di ampliamento di fatturato, riduzione di costi o in funzione di concentrazione e crescita dimensionale) oppure consentano alla beneficiaria di conseguire risorse rilevanti per la propria attività.*

La scissione negativa può essere inoltre realizzata anche per finalità di risanamento della società scissa in quanto, a seguito dell'abrogazione del divieto di partecipazione alla scissione di società sottoposte a procedure concorsuali, le operazioni straordinarie a scopo risanatorio tra le quali sono ricomprese anche le scissioni, rientrano nell'ambito dei piani di risanamento nelle procedure di crisi^[12].

Facendo tesoro di tutte le precedenti pronunce a riguardo, diverse sono le problematiche affrontate dal documento del Consiglio nazionale riguardo alla fattibilità dell'operazione di scissione (e – per assimilazione – anche di conferimento) negativa:

- i. la possibilità che il veicolo di destinazione sia una società preesistente od anche di nuova costituzione^[13];

¹² Documento di ricerca: "La scissione negativa: ammissibilità civilistica ed aspetti contabili", 19 luglio 2018

¹³ Con riferimento a tale problematica va ricordato che già in precedenza si erano registrati pareri non concordi tra loro. In senso favorevole si era espresso il Collegio Notarile di Milano (Massima n.72/2005) che aveva osservato che nel caso di scissione di società a favore di società di nuova costituzione, l'allocatione del disavanzo da concambio diviene una «conditio sine qua non» per poter dar corso all'operazione di scissione quando il valore contabile del patrimonio netto trasferito ha un valore contabile negativo. In senso conforme, il Collegio Notarile di Roma (Massima

- ii. le diverse prospettive nel caso in cui, al di là del valore netto contabile negativo, la sostanza economica del patrimonio destinato alla scissa/conferitaria sia positiva^[14] o meno^[15];
- iii. la necessità di supportare l'operazione con una relazione di stima ex art. 2343 o 2465 c.c.^[16] [17].

Giungendo alle conclusioni, il documento del Consiglio nazionale statuisce che: *con riguardo alla natura della beneficiaria, vale a dire se debba trattarsi di società preesistente ovvero se possa essere anche neo costituita, la dottrina e la prassi prevalente sembrano concordi nel ritenere possibile una scissione negativa in una beneficiaria preesistente, purché il valore "reale" positivo dei beni assegnato sia positivo e la differenza tra il valore reale e il valore contabile del patrimonio scisso (c.d. disavanzo da concambio) venga supportata da una relazione di stima (ex artt. 2343 c.c. per le s.p.a. o 2465 c.c. per le s.r.l.)*^[18].

Il documento si spinge anche oltre, con riferimento alla fattibilità civilistica della scissione/conferimento a valori contabili netti negativi e valore economico nullo o negativo: *sebbene prassi e dottrina minoritaria ne abbiano sostenuto l'ammissibilità solo a determinate condizioni, si ritiene che – anche laddove non sia necessario determinare*

n.6/2013) aveva affermato che si può ritenere ammissibile la scissione negativa a favore di una società di nuova costituzione a condizione che venga redatta la perizia di stima di cui agli artt. 2343 e 2465 C.C.. La rivalutazione delle poste attive in capo alla beneficiaria sarebbe effettuata con le cautele previste dalla legge a presidio dell'effettività del capitale. In senso contrario il Comitato interregionale dei Collegi Notarili del Triveneto (Massima n.L.E.1/2008) nella quale viene affermato che un'operazione di «scissione negativa» deve essere attuata mediante la riduzione delle riserve della beneficiaria, o del capitale sociale in caso di riserve non capienti, in misura tale da assorbire il netto contabile trasferito. Ciò non sarebbe possibile in una società di nuova costituzione.

¹⁴ A tal proposito è stato osservato (R. Moro Visconti e M.M. Renesto- "La scissione negativa : ammissibilità civilistica secondo la recente prassi notarile" in: *La rivista delle operazioni straordinarie*, 8-9/2016) che è possibile attuare in una scissione ciò che viene consentito nel conferimento in natura.

¹⁵ Cassazione, Sez. I civ., 20 novembre 2013, n. 26043.

¹⁶ In particolare, l'iscrizione di plusvalori in capo alla beneficiaria, sia preesistente che neo costituita, in deroga al principio di continuità di cui all'articolo 2504 *bis* c.c., è possibile solo a condizione che venga redatta la perizia di stima ex artt. 2343 o 2465 c.c. (Collegio Notarile di Milano – Massima n.72/2005, Consiglio Nazionale del Notariato – Risposta n.54/2012 e Collegio Notarile di Roma – Massima n. 6/2013).

¹⁷ La scissione negativa è stata trattata anche in una risposta dell'Agenzia delle Entrate (Risoluzione n. 12 del 16 gennaio 2009 – Interpello Antielusivo ex art. 21 L. 413/91), nella quale è stato sostenuto che l'operazione prospettata non è elusiva. Oltre a quanto sopra sono state fornite alcune precisazioni in merito ai seguenti aspetti:

- Riserva di patrimonio netto iscritta dalla scissa: è una riserva di utili, soggetta a tassazione in caso di distribuzione ai soci;
- Disavanzo da concambio: è neutro ai fini fiscali e potrà essere affrancato con versamento imposta sostitutiva secondo le ordinarie disposizioni vigenti in materia (art. 176, comma 2 *ter* TUIR, ovvero art. 15, commi 10 e 11 D.L. 185/2008). Tale possibilità è circoscritta alle sole ipotesi in cui il compendio patrimoniale trasferito costituisca un'azienda ai sensi dell'art. 2555 C.C..

¹⁸ Documento di ricerca: "La scissione negativa: ammissibilità civilistica ed aspetti contabili", 19 luglio 2018

un rapporto di cambio e la beneficiaria sia preesistente e abbia un patrimonio netto tale da riassorbire l'apporto negativo senza incorrere nelle ipotesi di cui all'art. 2446 e 2447 c.c. – sia difficilmente ravvisabile una giustificazione sotto il profilo economico e contabile nonché una qualche valenza strategica dell'operazione. Sul punto, si sottolinea che l'unico intervento giurisprudenziale ha messo in luce la difficile sostenibilità di un'operazione che appaia essenzialmente finalizzata ad attribuire alla scissa un apparente stato di solvibilità, mascherando in tal modo lo stato di decozione della stessa, pur non potendosi pronunciare l'invalidità dell'atto per l'effetto sanante conseguente al regime di pubblicità nel registro delle imprese e alla mancata opposizione dei creditori secondo le modalità di cui agli artt. 2503 e 2506-quater c.c.^[19].

1.3.2. Conferimento per segregare beni immateriali

Ormai da diverso tempo la gestione dei gruppi d'impresa conosce la tecnica di parcellizzare le funzioni aziendali (quanto meno tecnico-produttive, commerciali, finanziarie ed amministrative) assegnando a ciascuna di queste diverse imprese – controllate da una c.d. capogruppo – anche una singola funzione aziendale.

Con l'ampliarsi dei mercati d'influenza dei gruppi internazionali, si vengono così a creare organigrammi sempre più complessi, articolati in funzione delle necessità operative che sorgono di volta in volta.

L'economia moderna, che porta a ricercare nel prodotto e/o nei processi le direttrici di generazione del valore aggiunto, conosce ormai da tempo la tecnica di segregare marchi, brevetti e simili, destinandoli a società di scopo, controllate dalla casa madre. Spesso capita anche che accanto alla parcellizzazione delle funzioni, i gruppi multinazionali perseguano anche finalità di ottimizzazione della leva fiscale, andando a collocare tali società veicolo in Paesi o territori caratterizzati da regimi fiscali di vantaggio. Le Amministrazioni fiscali dei diversi Paesi tendono a contrastare tale tendenza attraverso l'uso di strumenti normativi volti a limitare la c.d. *"spiccata concorrenzialità tributaria di taluni ordinamenti nazionali"*.

Nell'ambito dell'Unione europea, prima su iniziativa della Corte di giustizia europea che ha elaborato i primi principi di abuso del diritto e poi dei singoli Paesi aderenti

¹⁹ Documento di ricerca: *"La scissione negativa: ammissibilità civilistica ed aspetti contabili"*, 19 luglio 2018

all'UE che nel recepire tali orientamenti hanno introdotto nei rispettivi ordinamenti norme positive di contrasto a tali comportamenti dei contribuenti.

Per quanto riguarda il caso italiano, molto spesso le imprese di medio grande dimensione hanno fatto ricorso alla costituzione di società controllate (spesso estere) alle quali vengono conferiti beni immateriali in proprietà; tali soggetti stipulano poi contratti di licenza o simili con altre società del gruppo, così da attrarre presso la fiscalità della patent company (o *brand company*) il massimo possibile del valore aggiunto generato. L'introduzione anche in Italia dell'istituto del c.d. *patent box*, sostanzialmente copiato da quanto previsto nell'ordinamento olandese, lussemburghese, ma anche austriaco e di altri Paesi UE, ha cercato di frenare questa emorragia di imponibile dirottato verso Paesi a maggior attrattività fiscale rispetto all'Italia.

In ogni caso, questo tentativo di creare un corpo normativo in grado di disincentivare il posizionamento delle patent company (o *brand company*) in paesi diversi nei quali si svolgono quanto meno le principali funzioni tecnico produttive, deve fare i conti con taluni principi fondativi della stessa UE.

Tra questi, la libertà di circolazione all'interno del territorio dell'UE per cittadini ed imprese, ha portato la Corte di giustizia a codificare il principio della libertà di stabilimento, che nessuna norma di qualsiasi Paese aderente può significativamente restringere anche solo per mere esigenze tributarie.

In Italia è arrivata all'attenzione degli operatori e del pubblico la contesa tra l'Amministrazione finanziaria ed una nota casa di moda, alla quale i verificatori imputavano di aver creato artificiosamente uno schema societario che prevedeva l'esistenza di una controllata estera titolare dei marchi aziendali, quando nella realtà (secondo la tesi dell'Agenzia) tale subsidiary aveva sede effettiva di direzione in Italia.

Dopo lunghe vicende giudiziarie, accompagnate anche da robuste campagne di stampa contro la condotta della società, prima in sede penale (Cass. Penale Sez.III, 30 ottobre 2015 n.43809) e più recentemente in sede tributaria (Cass. Civile Sez.V, 21 dicembre 2018 n.33234 e 33235) le tesi accusatorie formulate dall'Agenzia delle Entrate ed accolte nelle Corti di merito, sono state pienamente ribaltate.

Già il Collegio della Sez. III Penale aveva statuito che: *in caso di società con sede legale estera controllata ai sensi dell'art. 2359 c.c., comma 1, non può costituire criterio esclusivo di accertamento della sede della direzione effettiva l'individuazione del luogo dal quale*

partono gli impulsi gestionali o le direttive amministrative qualora esso s'identifichi con la sede (legale o amministrativa) della società controllante italiana^[20], precisando che in tal caso: è necessario accertare anche che la società controllata estera non sia costruzione di puro artificio, ma corrisponda a un'entità reale che svolge effettivamente la propria attività in conformità al proprio atto costitutivo o allo statuto.

Con riferimento alle Sentenze del 2018, gli Ermellini, nel censurare la decisione della Commissione regionale, aggiungono che *dietro quel ripetuto richiamo alla mancanza di autonomia gestionale e finanziaria si cela l'ispirazione di fondo dell'intera decisione: la predisposizione degli aspetti gestionali ed organizzativi dell'attività di GADO s.a.r.l." interamente in Italia, lasciando alla sede lussemburghese i soli compiti esecutivi. Con il che, però, si ammette che qualcosa in Lussemburgo effettivamente si faceva, sì da giustificare una sede amministrativa collocata in una struttura diversa da quella legale e i costi del personale dapprima distaccato, quindi direttamente assunto, che vi operava^[21].*

Nel completare la motivazione della sentenza che censura le tesi erariali, i Giudici riducono l'importanza nel merito del fatto che: *"il top management della Gado operava in Italia, facendo leva sugli impulsi, gli incontri per assumere le decisioni riguardanti la realizzazione dell'attività sociale",* rivalutando invece: *"l'attività comunque svolta in Lussemburgo, che emerge proprio dalla corrispondenza e-mail valorizzata in senso opposto e trascritta in ricorso".*

Tale pronuncia, nel fugare tante incertezze sorte negli ultimi anni circa l'opportunità di strutturare un'organizzazione di gruppo per linee funzionali (con la conseguente collocazione territoriale delle varie controllate, in funzione di una serie di legittime considerazioni) ha sicuramente ridato slancio ad iniziative di razionale progettazione della geometria dei gruppi, senza doversi necessariamente farsi condizionare da ragioni di prudenza riguardo ai rischi di natura tributaria.

1.3.3. Conferimento per preparare l'ingresso a nuovi soci

In talune occasioni, attraverso un conferimento d'azienda, od anche solo di un suo ramo, è possibile realizzare le condizioni per l'ingresso di nuovi soci, i quali possono

²⁰ Cass. Penale Sez. III, 30 ottobre 2015 n.43809

²¹ Cass. Civile Sez. V, 21 dicembre 2018 n.33234

apportare nuove risorse finanziarie, *know how* od altri *asset* strategici per sviluppare l'attività.

Il conferimento può essere in taluni casi una valida alternativa alla scissione, quando in una trattativa per la cessione di una società, il possibile acquirente non sia interessato ad acquisire parte dei beni aziendali (spesso si tratta del patrimonio immobiliare); attraverso il conferimento di un complesso aziendale si può realizzare una struttura organizzativa piramidale con la creazione di una *holding* che controlla una *subsidiary* operativa.

Al verificarsi di talune condizioni, la cessione della partecipazione può beneficiare di un trattamento fiscale molto favorevole.

L'art. 11 della Legge 27 luglio 2000, n. 212, consente al contribuente di interpellare l'Amministrazione finanziaria per ottenere una risposta riguardante fattispecie concrete e personali.

L'Agenzia delle Entrate dispone la pubblicazione delle risposte:

- alle istanze di interpello ammissibili di cui all'articolo 11 della Legge 27 luglio 2000, n. 212;
- alle istanze di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 14 settembre 2015, n. 147 (in tal caso con una cadenza anche inferiore a quella annuale prevista dal comma 5 del citato articolo 2);
- alle istanze di consulenza giuridica cd. "esterna".

Con la Risoluzione n.97/E del 25 luglio 2017, l'Agenzia delle Entrate analizza un caso nel quale, a fronte della trattativa per la cessione di un'attività imprenditoriale, l'accordo tra le parti prevede il non trasferimento all'acquirente degli *assets* immobiliari di proprietà della società oggetto della trattativa.

Secondo l'intendimento degli istanti, attraverso un'operazione di scissione (ma la stessa cosa si sarebbe potuta ottenere utilizzando lo schema del conferimento) il patrimonio aziendale sarebbe stato ripartito tra due diverse entità giuridiche, separando i beni oggetto di compravendita da quelli che – secondo gli accordi tra le parti – sarebbero rimasti in capo ai soci cedenti.

Richiesta di un parere circa la fattibilità dell'operazione prospettata, ai fini di verificare

l'esistenza di un'eventuale abusività ai sensi dell'articolo 10-bis della Legge 27 luglio 2000, n. 212, l'Agenzia delle Entrate – con riferimento al comparto delle imposte dirette – ha affermato in tale risoluzione che *“in via generale, la circolazione di un'azienda (o di un ramo d'azienda) di cui è titolare un ente societario può avvenire attraverso:*

- i. una cessione c.d. diretta;
- ii. una cessione c.d. indiretta.

Nel primo caso, la società titolare dell'azienda la aliena direttamente all'acquirente conseguendo, a seconda dei casi, una plusvalenza imponibile ovvero una minusvalenza deducibile, ai sensi degli articoli 86, comma 2, e 101, comma 1, del TUIR... Nel secondo caso, invece, i soci della società titolare dell'azienda possono cedere a terzi le partecipazioni detenute in detta società, realizzando così una minus/plusvalenza assoggettata, per il socio-imprenditore/società, agli articoli 58, comma 2, 86, 87, 101 e 109 del TUIR (a seconda della ricorrenza o meno dei requisiti per l'applicazione della participation exemption)”.

Così dicendo, l'Agenzia ha affermato che *“questi due diversi regimi fiscali, limitatamente alla circolazione dell'azienda, risultano alternativi in quanto, sebbene comportino criteri di imputazione del reddito imponibile, valori fiscali e carichi fiscali differenti, essi costituiscono alternative diverse, tutte poste sullo stesso piano e aventi, quindi, pari dignità fiscale, rimesse ai contribuenti per dare concreta attuazione ai loro interessi economici e, pertanto, il vantaggio fiscale così ottenuto non può qualificarsi di per sé come indebito”.*

Una situazione analoga la si ritrova nella richiesta di parere che poi ha portato alla Risposta n.13 del 2019.

In tale secondo parere, l'attenzione dell'Agenzia delle Entrate si concentra principalmente sulle conseguenze derivanti dalla “commercialità” di ciò che è oggetto di conferimento (o di scissione)^[22] e rimanda la sussistenza delle agevolazioni fiscali alla possibilità di volta in volta di rientrare nei canoni previsti dall'Art. 87 del TUIR.

Altra particolarità desumibile dalla lettura delle Risposte agli interpelli ex all'articolo 11 della Legge 27 luglio 2000, n. 212 è l'orientamento dell'Amministrazione di disconoscimento della genuinità ogni qual volta il percorso di segregazione di un complesso

²² Chiarisce il documento che non deve trattarsi di società sostanzialmente costituite solo da liquidità, *intangibles* o immobili, ma si deve trattare di società che esercitano prevalentemente un'attività commerciale.

aziendale delineato dal contribuente prevede un conferimento (od una scissione) seguito da una cessione della partecipazione e che poi sfocia in un'operazione di fusione tra l'acquirente ed il veicolo nel quale era stata originariamente segregata l'azienda od il ramo d'azienda.

In ben due occasioni, nel corso del 2019^[23], il percorso procedurale ipotizzato dai contribuenti nell'istanza si concludeva con l'incorporazione del veicolo societario compravenduto; nel caso della Risposta n.341/2019 tale passaggio era giustificato dal contribuente con la necessità di rendere finanziabile l'operazione dal sistema bancario (che per erogare le risorse necessarie ad acquisire l'azienda segregata nella newco aveva richiesto garanzie che potevano essere rinvenute solo negli assets presenti nell'azienda compravenduta).

La motivazione addotta dall'Agenzia, di fronte alla prospettiva conferimento-cessione-incorporazione, era che *“in questa particolare fattispecie, è infatti chiara la volontà di acquisire direttamente l'azienda, risultando il percorso tortuoso posto in essere meramente strumentale al predetto obiettivo perseguito. Perciò, la combinazione di tre atti soggetti a tassazione in misura fissa (conferimento d'azienda, cessione delle partecipazioni nella società conferitaria e fusione tra la stessa società conferitaria e la società acquirente) configurerà il conseguimento di un indebito vantaggio d'imposta consistente nell'aggiramento della tassazione in misura proporzionale della cessione diretta dell'azienda”*^[24].

Rimanendo nel comparto dell'imposta di registro, nella risposta n.196 del 2019 viene esposto un caso riferito ad una società, operante nel settore alberghiero ed assoggettata a procedura concorsuale ex articolo 67 della l.f., intenzionata a conferire in società di nuova costituzione talune strutture ricettive, al fine di favorire la liquidazione dell'attivo.

Tra le altre cose, viene sollecitato il parere dell'Agenzia delle Entrate circa il fatto che l'operazione così ipotizzata costituisca o meno un'operazione abusiva ai sensi dell'articolo 10-bis della Legge 27 luglio 2000, n. 212, da cui possa derivare la realizzazione di vantaggi fiscali indebiti.

Nel rispondere al quesito formulato in relazione al comparto dell'imposta di registro,

²³ Risposta n.138/2019 dell'Agenzia delle Entrate – direzione centrale piccole e medie imprese e Risposta n.341/2019 dell'Agenzia delle Entrate – direzione centrale persone fisiche, lavoratori autonomi ed enti non commerciali.

²⁴ Risposta n. 138/2019 dell'Agenzia delle Entrate – direzione centrale piccole e medie imprese.

l'Agenzia afferma che "in via generale, la circolazione di un'azienda attraverso la sua cessione diretta è assoggettata a imposta di registro in misura proporzionale, secondo quanto stabilito dall'articolo 23 del d.P.R. 26 aprile 1986, n. 131 (T.U.R.).

Diversamente, la cessione indiretta dell'azienda – attraverso la vendita totalitaria delle quote – è assoggettata a imposta di registro in misura fissa, ai sensi dell'articolo 11, Tariffa, parte prima, allegata al T.U.R. Anche il conferimento di azienda o di ramo d'azienda è assoggettato ad imposta di registro in misura fissa, ai sensi dell'articolo 4, comma 1, lettera a), n. 3), della Tariffa, Parte Prima, allegata al TUR.

Ciò considerato, con specifico riferimento al caso di specie, tenuto conto di quanto emerso dall'istanza e dalla documentazione prodotta e nel presupposto che l'atto di conferimento abbia ad oggetto effettivamente un'azienda, si ritiene che la combinazione degli atti e negozi giuridici, consistenti nel conferimento d'azienda e nella successiva cessione totalitaria delle partecipazioni, posti in essere dall'istante e unitariamente considerati, non comporta il conseguimento di un vantaggio d'imposta indebito. Nella fattispecie rappresentata, infatti, il vantaggio fiscale dato dalla differenza tra l'imposta di registro in misura fissa, applicabile alle due operazioni, rispetto all'imposta di registro in misura proporzionale, applicabile nel caso di cessione di azienda, non risulta indebito, non contrastando con i principi che presidono la tassazione proporzionale, ai fini dell'imposta di registro, delle cessioni d'azienda di cui all' art. 23 del T.U.R." [25].

Tali nuovi orientamenti dell'Agenzia seguono un'evoluzione giurisprudenziale che negli anni ha portato a capovolgere il ruolo da attribuire all'articolo 20 del D.P.R. n.131/1986. Sin dal lontano 2001, la Cassazione^[26], nell'ambito dell'imposta di registro, aveva elaborato la teoria della preminenza assoluta della c.d. "causa reale" sull'assetto formale, con la conseguente possibilità per l'Amministrazione finanziaria di andare oltre i meri enunciati formali dei negozi posti in essere dalle parti, per ricercare il vero (o presunto tale) motivo sottostante ad una concatenazione tra contratti ed operazioni societarie. Solo recentemente^[27], la Suprema Corte ha fornito una nuova chiave di lettura dell'ar-

²⁵ Già nella Risposta n.138/2019, l'Amministrazione, con riferimento all'imposta di registro aveva osservato che "l'effettuazione del preventivo conferimento, finalizzato a incorporare l'azienda oggetto di cessione indiretta mediante il successivo trasferimento delle partecipazioni ottenute in cambio non configura il conseguimento di un vantaggio indebito realizzato in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario".

²⁶ Con la Sentenza n. 14.900/2001.

²⁷ Con le Sentenze 2.054/2017 e 3562/2017.

articolo 20, sostenendo che “*se è indubitabile che l’Amministrazione in forza di tale disposizione non è tenuta ad accogliere criticamente la qualificazione prospettata dalle parti..., è indubbio che in tale attività riqualificatoria essa non può travalicare lo schema nel quale l’atto risulta inquadrabile, pena l’artificiosa costruzione di una fattispecie imponibile diversa da quella voluta e comportante differenti effetti giuridici. In altre parole non deve ricercare un presunto effetto economico dell’atto tanto più se e quando – come nel caso di specie – lo stesso è il medesimo per due negozi tipici diversi che si vogliono realizzare*”.

1.4 CONFERIMENTO DA PARTE DEI SOCI DELLE AZIONI O QUOTE DELL’IMPRESA

Oltre ai casi nei quali oggetto di conferimento sono beni di 1° grado (singoli asset o complessi aziendali), si può verificare il caso in cui persone fisiche non operanti in regime d’impresa (i c.d. soci di società) si trovano a conferire in una società le partecipazioni da loro detenute.

Tralasciando per ora l’analisi delle problematiche connesse all’applicazione della disciplina tributaria, andiamo a considerare una casistica che talvolta la prassi professionale si trova ad affrontare.

Considerata l’evoluzione della disciplina sulla tassazione sulle donazioni e successioni, sempre più spesso nel passato i professionisti si sono trovati a consigliare, ai clienti imprenditori (in forma societaria) che intendevano cominciare a programmare il passaggio generazionale in azienda, di donare ai figli la nuda proprietà delle loro azioni o quote societarie.

La dottrina e la giurisprudenza hanno nel tempo contribuito a delineare i rapporti che si instaurano tra società partecipata, nudo proprietario della quota od azione e terzo con diritto di usufruttuario sulla partecipazione stessa.

Costituisce fatto incontestato che, in caso di partecipazione gravate dal diritto di usufrutto, la qualità di socio spetta al nudo proprietario, non all’usufruttuario.^[28]

Diversa è la questione con riferimento all’attribuzione del diritto di voto disciplinato dall’articolo 2352 - 1° co del Codice Civile.

²⁸ *Ex multis* Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle Tre Venezie, Massima n. H.G.34 Aumento a pagamento del capitale in presenza di azioni gravate da usufrutto 1° pubbl. 9/15.

In una recente Ordinanza del Tribunale di Firenze^[29] i giudici precisano che “*va affermato il principio per cui in caso di usufrutto su azioni o quote sociali, spetta all’usufruttuario, e non al socio nudo proprietario, il diritto di partecipare all’assemblea per l’approvazione del bilancio. Da una lettura sistematica delle norme si desume la stretta strumentalità tra la partecipazione in assemblea e l’esercizio del diritto di voto che, ai sensi dell’art. 2352 c.c., spetta all’usufruttuario; l’art. 2370 c.c., ai sensi del quale possono intervenire in assemblea coloro ai quali spetta il diritto di voto, non fa che esprimere un principio di carattere generale derogabile solo nelle ipotesi espressamente previste dal legislatore, tra le quali non rientra quella relativa all’usufrutto*”.

È stato osservato^[30] che “*in caso di azioni costituite in usufrutto, il diritto di voto spetta all’usufruttuario, che tuttavia lo deve esercitare anche nell’interesse del socio nudo proprietario, ma sempre in nome e per conto proprio; il comportamento abusivo dell’usufruttuario verso il nudo proprietario non si riverbera comunque sulla delibera assembleare, la quale rimane in ogni caso pienamente valida ed efficace*”.^[31]

Con riferimento ai risvolti di natura fiscali legati ai conferimenti di partecipazioni gravate da usufrutto, bisogna notare che all’Agenzia delle Entrate è stato richiesto in un paio di occasioni di esprimere il proprio parere circa la possibilità di accedere al regime di cui all’articolo 177 - 2° co - del TUIR.

Riguardo a tale disciplina fiscale, il requisito del controllo va valutato avendo riguardo alla situazione non già del conferente, bensì del conferitario^[32]; nella Risposta n. 147 del 2019 l’Agenzia osserva che “*soltanto a fronte del conferimento di diritti in piena proprietà o di diritti in nuda proprietà i soci riceverebbero quote di capitale che consentirebbero lo-*

²⁹ Tribunale di Firenze, Sezione V Civile, Sezione specializzata in materia di impresa, Ordinanza del 27 aprile 2019.

³⁰ In Massime notarili e orientamenti professionali, a cura di Angelo Busani in “*Le società*” 11/2017.

³¹ Conformemente, Cass. 19 agosto 1996 n. 7614 e 26 maggio 2000 n. 6957, secondo cui “*il diritto di voto nell’assemblea di società a responsabilità limitata, per le quote che siano state date in usufrutto, compete unicamente all’usufruttuario, il quale esercita un diritto suo proprio e non vota in nome e per conto del nudo proprietario. Ne consegue che l’usufruttuario può anche votare in contrasto con le istruzioni eventualmente impartite dal nudo proprietario, senza che ciò si rifletta sulla validità della delibera, potendo solo esporre l’usufruttuario, in caso di abuso, alla cessazione dell’usufrutto e all’azione risarcitoria*”; in dottrina, conformemente, F. GAZZONI – Manuale di diritto Privato e G. F. CAMPOBASSO – “*Diritto Commerciale*” che chiarisce “*è quindi opportuno ma non necessario che, prima di deliberazioni particolarmente importanti (ad esempio, scioglimento anticipato della società), il titolare del diritto frazionato richieda istruzioni al socio. Ed in ogni caso la violazione di tale dovere – che discende dalla disciplina dell’usufrutto e del pegno – non potrà in alcun caso condurre all’annullamento della delibera assembleare, fermo restando l’obbligo di risarcimento degli eventuali danni*”.

³² Diverso è il caso previsto dalla disciplina riguardante il conferimento di quote od azioni qualificate ma non di controllo (art. 177 – co. 2bis – di recente introduzione nell’ordinamento tributario).

ro di acquisire la qualifica di soci della società conferitaria, mentre il conferimento di diritti di usufrutto, non comportando l'attribuzione di quote della stessa, non giunge a integrare il requisito previsto dalla disposizione normativa per l'applicazione del regime in parola". In caso di conferimento congiunto di usufrutto e nuda proprietà riferito alla partecipazione di controllo, è possibile l'accesso per le due persone fisiche (non operanti in regime d'impresa) al regime c.d. del realizzo controllato qualora i conferenti "ricevano quote di partecipazione a titolo di piena proprietà nella società conferitaria, che faranno acquisire loro la qualifica di soci nella conferitaria stessa. Per completezza, si rappresenta che a diversa soluzione si sarebbe pervenuti nel caso in cui i diritti ricevuti da parte dei soci persone fisiche conferenti nella società conferitaria fossero stati della stessa tipologia ed entità dei diritti da essi detenuti nella società scambiata. In particolare, se a fronte del conferimento di diritti di usufrutto detenuti nella società scambiata si fossero ricevuti diritti di uguale natura nella società conferitaria, e analogamente fosse avvenuto per i diritti in nuda proprietà, soltanto a fronte del conferimento di diritti in nuda proprietà il socio avrebbe ricevuto quote di capitale che gli avrebbero consentito di acquisire la qualifica di socio della società conferitaria, mentre il conferimento di diritti di usufrutto, non comportando l'attribuzione di quote della società, non avrebbe integrato il requisito previsto dalla disposizione normativa per l'applicazione del regime in parola".

In considerazione di tale pronuncia, all'Agenzia delle Entrate veniva richiesto un parere^[35] riferito al conferimento di sole quote in nuda proprietà, in assenza del contestuale conferimento di diritti di usufrutto, nel caso di attribuzione ai nudi proprietari dei diritti amministrativi in base a convenzione da stipularsi ai sensi dell'art. 2352 del Codice Civile.

L'Agenzia osserva che "nell'ipotesi in esame il requisito del controllo è carente rispetto alle partecipazioni conferite in nuda proprietà, in assenza del contestuale conferimento (sulle stesse), dei diritti di usufrutto, proprio perché prive del diritto di voto. In mancanza di quest'ultimo diritto, il conferimento di azioni... resta un mero conferimento di nuda proprietà, insuscettibile di incrementare la percentuale di controllo di... in capo alla conferitaria. In quanto tale, il conferimento in discorso... non integra il requisito del controllo come

³⁵ Risposta n. 290 del 2019 Agenzia delle Entrate, Direzione centrale persone fisiche, lavoratori autonomi ed enti non commerciali.

richiesto dalla citata disposizione e resta soggetto, pertanto, alle ordinarie regole impositive di cui all'articolo 9 del TUIR.

Diversamente, laddove tale conferimento (nuda proprietà) sia coniugato dal contestuale apporto dei diritti di voto su base convenzionale, la scrivente ritiene ammissibile per i motivi evidenziati l'accesso al regime di cui all'articolo 177 comma 2 del TUIR”.

2 PROBLEMATICHE CIVILISTICHE DELLE OPERAZIONI DI RIORGANIZZAZIONE SOCIETARIA

Alberto **Zapponi**

Molteplici sono i contorni civilistici delle operazioni di conferimento, all'interno delle diverse alternative utilizzabili per la riorganizzazione societaria, tra tutela dei terzi, incarico assegnato al perito e relazioni tra conferente e conferitaria

2.1. L'OPERAZIONE PROGRAMMATA E LE INDICAZIONI AL PERITO SULLA VALUTAZIONE DA ESEGUIRE

L'impianto dell'operazione che va sotto il nome di conferimento (in particolare di azienda o di ramo aziendale), è estremamente semplice, poiché si ha il trasferimento di quanto forma oggetto dell'operazione da un soggetto, denominato conferente, ad un altro soggetto, denominato conferitario, dietro riconoscimento di un corrispettivo costituito da azioni o da una quota di capitale del soggetto destinatario.

Dal punto di vista della tipologia, è unanime il consenso riguardo al fatto che rientri tra le operazioni aziendali a carattere straordinario, anche se a ben vedere, è altrettanto pacifico in dottrina che – in effetti – deve essere considerato straordinario l'atto di spogliarsi di un bene (l'azienda o suo ramo) più che quello di riceverlo a titolo di conferimento; in tal caso infatti è proprio il conferente che pone in essere una deviazione rispetto al proprio oggetto sociale per trasformarsi, da soggetto direttamente coinvolto nella gestione aziendale, a mero spettatore (anche pur con tutto il coinvolgimento patrimoniale e talvolta anche manageriale) rispetto ad un terzo soggetto, il conferitario, che assume in proprio oneri ed onori della conduzione dell'impresa.

Inquadrato in un contesto giuridico, il conferimento si presenta come un rapporto di scambio, nel quale le azioni o quote sottoscritte rappresentano il corrispettivo dell'apporto/cessione di azienda. Lo stesso legislatore sceglie di trattare il conferimento come una vicenda traslativa, mediante il rinvio alle norme sul trasferimento dei beni o diritti. Ne deriva che soggetto conferente e società conferitaria assumono la veste di parti contrattuali, alla stregua di quanto avverrebbe in un contratto ad efficacia traslativa – comunque nominato – dell'azienda.

Rispetto a qualunque altra fattispecie di cessione, il conferimento d'azienda presenta un elemento aggiuntivo: l'obbligo della relazione di stima (articoli 2343, 2343 *ter* o 2465 Codice Civile); l'obbligo è funzionale all'accertamento che il valore dell'azienda non sia inferiore al valore nominale della quota od azioni ed al valore del sovrapprezzo deliberato, al fine di assicurare la corretta formazione del capitale a tutela dell'interesse anche dei terzi creditori della società.

Avendo riguardo alla disciplina sui conferimenti, le azioni (articolo 2342 Codice Civile in sede di costituzione e 2440 per il caso di aumento del capitale) o le quote (con la medesima sequenza, articoli 2464 e 2481 *bis*) corrispondenti ai conferimenti di beni in natura (tra cui i casi in cui oggetto del conferimento sia un complesso aziendale) devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

Posto che tale questione sarà meglio esaminata di seguito, si comprende comunque sin da subito che tale prescrizione possa far intravedere difficoltà applicative nei casi in cui siano ricompresi beni per i quali la messa a disposizione immediata possa avere complicazioni tecniche.

Tal che taluna dottrina^[34] si è attestata su posizioni particolarmente rigide, sino ad ipotizzare che quanto non possa essere iscritto nell'attivo del bilancio non può essere oggetto di conferimento.

Sin dall'inizio tale teoria è apparsa erronea, talché è stato osservato che *“questa interpretazione è tuttavia smentita dal prosieguo della norma: dato infatti che l'iscrizione di un bene in bilancio come posta attiva richiede necessariamente l'espressione del relativo valore in termini monetari, il requisito della suscettibilità di valutazione economica richiesto dalla seconda parte della norma sarebbe ultroneo, in quanto già ricompreso nella nozione di elemento dell'attivo di bilancio. Sotto diverso profilo, è inoltre pacifico che possano essere conferiti nel capitale delle società anche entità non (sempre) iscrivibili in bilancio, come ad esempio l'avviamento, mentre non tutte le entità iscrivibili sono anche conferibili, come nel caso delle concessioni amministrative o delle spese di impianto ed avviamento. L'espressione elementi dell'attivo deve essere interpretata semplicemente come beni o attività e, per l'effetto, può essere conferito nel capitale della s.r.l. qualsiasi bene o attività a prescindere*

³⁴ DI SABATO ed altri hanno aderito alla teoria dell'esecuzione *uno actu*, secondo cui i beni che non sono suscettibili di passaggio immediato nella sfera giuridica del beneficiario al momento della sottoscrizione non possono essere conferiti.

dalla possibilità di iscrizione del relativo valore nell'attivo del bilancio"^[35].

Viene altresì osservato che “mentre per le SRL il nuovo art. 2464, 2° co. ha cura di precisare che possono essere conferiti tutti gli elementi dell'attivo suscettibili di valutazione economica, per le società azionarie il nuovo testo dell'art. 2342 non introduce in tema una norma analoga, pure in presenza di un identico principio generale dettato dal legislatore delegante. Il legislatore delegato ha temuto – anche alla luce della lettura che dell'art. 2342, 2° co., secondo periodo ha dato una parte autorevole della dottrina italiana – di prendere una posizione così netta in una materia coperta come più volte ricordato, da vincolo comunitario, preferendo rimettere all'interprete la soluzione di ogni questione. Oggi, tuttavia, grazie all'argomento ricavabile dalla lettura sistematica della normativa in vigore sopra delineata ed al mutato clima culturale, l'interprete può giungere a conclusioni più aperte in merito alle entità suscettibili di conferimento. Inoltre, al 3° co. della norma in commento (ndr, l'art. 2342 del Codice Civile), secondo cui le azioni emesse a fronte dei conferimenti in natura e di crediti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione, deve attribuirsi una portata precettiva relativamente circostanziata. Ne discende che, in tema di entità suscettibili di conferimento, l'unico limite di portata generale riguarda, per il citato vincolo comunitario dell'art. 7 primo comma della Seconda Direttiva, la circostanza che l'entità che si intende conferire sia un elemento dell'attivo suscettibile di valutazione economica”^[36].

A questo punto però si rende necessario fare un passo indietro e lasciando per un attimo le questioni direttamente attinenti il conferimento, vediamo di inquadrare il contesto civilistico di impresa e di azienda (e di suo ramo), così da dare un contenuto adeguato alle riflessioni sul conferimento.

L'art. 2082 del Codice Civile definisce l'imprenditore come il soggetto che esercita pro-

³⁵ C. CINCOTTI, “La nuova disciplina dei conferimenti nella SRL”, in: *Le società*, n.12/2003.

³⁶ C. CINCOTTI, “La nuova disciplina dei conferimenti nella SRL”, *Le società*, n.12/2003 ha osservato che “l'unico limite posto dal legislatore alla libertà dei soci nella scelta dei beni conferendi è, come sopra accennato, la necessità che questi possano essere valutati economicamente. L'individuazione della portata di tale limite non è tuttavia agevole. La medesima espressione veniva infatti utilizzata – unitamente al divieto di conferimento di opere e servizi – dall'art. 7 della II direttiva CEE per determinare le entità conferibili. Il legislatore italiano del 1986 ritenne tuttavia di non dover precisare tale requisito nel testo riformato dell'art. 2342, in quanto ritenuto implicito nel nostro ordinamento: tutti i beni conferibili nel capitale delle s.p.a. erano infatti necessariamente suscettibili di valutazione economica. Inoltre, sul piano sistematico, il requisito era già previsto dall'art. 1174 con riferimento all'oggetto delle obbligazioni in generale e, come tale, era applicabile anche all'oggetto dell'obbligo di conferimento del socio. Il fatto che il legislatore della riforma, nonostante le considerazioni di cui sopra, abbia oggi previsto espressamente il requisito della suscettibilità di valutazione economica, impone all'interprete una riflessione circa le ragioni e le conseguenze di tale scelta normativa”.

fessionalmente un'attività economica organizzata per la produzione o lo scambio di beni o di servizi.

L'art. 2555 – invece – definisce l'azienda come il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa^[37].

Dal coordinamento delle due norme si ricava che azienda ed impresa sono realtà complementari, dove la prima non è altro che lo strumento attraverso il quale l'imprenditore, in via professionale, esercita un'attività economica produttiva di beni o servizi.

L'attività, in cui questa si esprime, comprende una serie di atti e fatti, fra i quali risulta essenziale l'organizzazione delle persone e delle cose, per mezzo delle quali la produzione avviene; tali comportamenti di gestione portano alla stipulazione dei negozi, per mezzo dei quali viene procurato il lavoro e il capitale di rischio e/o di credito e per mezzo dei quali vengono offerti e scambiati sul mercato i beni ed i servizi prodotti.

Per dirla con le parole della Corte di Cassazione, *“se e vero che, per la configurabilità dell'azienda, non è indispensabile che l'impresa sia in atto, nondimeno occorre che ne siano percepibili i potenziali elementi di identificazione, ed in specie, il settore commerciale in cui quell'impresa opera o opererà. Non è invece possibile parlare di azienda come se si trattasse di un insieme vuoto, ossia di un complesso di beni astrattamente utilizzabili in funzione commerciale, ma non specificamente volti ad un determinato commercio (nemmeno potenzialmente individuato), perché la loro caratteristica essenziale è di essere organizzati al conseguimento di un fine, che deve perciò essere ben percepibile”*^[38].

³⁷ È ampia la discussione, principalmente in dottrina, riguardo alla natura dell'azienda. Il nodo cruciale verte sull'aggettivo "organizzati"; secondo una prima consolidata elaborazione, l'azienda quale complesso di beni si caratterizzerebbe proprio per la comune destinazione dell'insieme dei beni all'attività di impresa. Tale destinazione funzionale dei beni, riconduce parte della dottrina a far risalire la natura dell'azienda al concetto di universitas, o di bene unico. In contrasto con le teorie universalistiche, si è posta in seguito la teoria c.d. atomistica, secondo la quale l'azienda costituisce solo una pluralità di beni, collegati all'imprenditore in forza di diritti diversi e coordinati tra loro per l'esercizio dell'attività di impresa; al cuore di tale posizione sta il fatto che i beni aziendali rimangano distinti nonostante il loro coordinamento.

Ciò non significa negare rilevanza giuridica alla destinazione funzionale impressa ai beni stessi da parte dell'imprenditore, ma solo escludere che esista un'identità giuridica unitaria dell'azienda, intesa come "bene" oggetto di un diritto autonomo dell'imprenditore sulla stessa.

C'è anche chi (CORASANITI, *"Sul trasferimento d'azienda ai fini dell'imposta di registro"*, in: GT Rivista di giurisprudenza tributaria, n.3/2011) nel decidere di rimanere spettatore della contesa, si limita ad osservare che *"ancor oggi la teoria universalistica è un punto di partenza irrinunciabile, poiché generalmente si condivide l'opinione secondo cui l'azienda rappresenta una realtà economica unitaria composta di beni materiali ed immateriali e rapporti giuridici attivi e passivi. Ad essa si contrappone tuttora la teoria «atomistica», secondo cui il coordinamento tra beni è un profilo fattuale, come tale potenzialmente instabile, strumentale all'esercizio dell'impresa da parte di un soggetto che dispone dei beni a diverso titolo, come proprietario o in forza di diritti diversi"*.

³⁸ Cass. Sez. I 27 febbraio 2004 n. 3973; essa richiama la precedente Sentenza n. 4319/98 secondo la quale i beni

L'evoluzione giurisprudenziale ha portato ad affermare che gli elementi sostanziali dell'azienda sussistono "sia quando il complesso organizzato dei beni sia dedotto nella sua fase statica, sia quando venga dedotto in quella dinamica, e, pertanto, non è rilevante che la produttività non sussista ancora, o abbia cessato di esistere per l'interruzione o la temporanea sospensione dell'esercizio dell'impresa, essendo sufficiente che detta produttività sia una conseguenza potenziale dell'insieme"^[39].

Fuor da quanto la dottrina aziendalistica ha saputo elaborare a riguardo, è invece interessante esaminare la questione dell'avviamento, visto dal lato della giurisprudenza. Una recente sentenza, facendo richiamo a posizioni anche lontane nel tempo, chiarisce che "l'avviamento commerciale, consistente nell'attitudine dell'azienda a produrre utilità economiche, costituisca una qualità o un modo di essere dell'azienda medesima, inconcepibile come avulso da essa e insuscettibile di rapporti giuridici separati (Cass. 18 giugno 1980 n. 3680). Ciò non è contraddetto dalla circostanza che l'avviamento è un valore economico ben determinabile, sicché può avere e, di fatto, ha di frequente una specifica rappresentazione contabile nel bilancio dell'impresa, dove può concorrere a definire lo stato patrimoniale, costituendo una singola posta d'immobilizzazione immateriale. La capitalizzazione è una possibilità che l'avviamento condivide con beni immateriali, come i marchi e i brevetti, ma anche con altri valori, quali alcuni costi (d'impianto, d'ampliamento, di ricerca, di sviluppo e di pubblicità: art. 2424 c.c.) che certamente non sono dei beni, vale a dire delle cose (seppure immateriali) che possano formare oggetto (separato) di diritti, secondo la definizione dell'art. 810 c.c. Ne consegue che, all'interno dell'azienda, l'avviamento non si pone come un bene accanto a tutti gli altri e a essi intrinsecamente omologo, ma esprime un plusvalore nascente dall'insieme di tutti i beni aziendali, in quanto organizzati per l'esercizio dell'impresa. Esso è, dunque, una qualità immateriale dell'azienda, al cui valore concorre in modo aggiuntivo rispetto agli altri beni, nel senso che nasce dalla loro stessa

così organizzati sono poi utilizzabili dal cessionario dell'azienda (o di un suo ramo) per attività imprenditoriali anche diverse da quelle specificamente esercitate dal cedente; ma è pur sempre indispensabile che quel vincolo di organizzazione sussista.

³⁹ Cass. Sez. III 5 gennaio 2005 n.166.; in senso conforme, App. Milano 5 aprile 2006. Orientamento mantenutosi nel tempo, tanto che la recente Cass. Sez. I 29 agosto 2018 n. 21359, nel richiamare altre conformi sentenze, ribadisce che "il nudo fatto della sopravvenuta cessazione (per sospensione o per interruzione) dell'attività di impresa non comporta, per ciò stesso, la scomparsa della azienda, nè tanto meno la disgregazione del complesso di beni che la stessa è venuta a esprimere. Secondo l'orientamento della giurisprudenza di questa Corte, infatti, non occorre, per l'individuazione di un'azienda, l'attualità dell'esercizio dell'attività, risultando per contro "sufficiente la potenziale attitudine a tale esercizio" del complesso che venga preso in considerazione".

organizzazione, sicché a differenza di questi non potrebbe essere considerato indipendentemente dall'azienda. L'insegnamento di questa corte, al riguardo, è ben sintetizzato da Cass. 29 dicembre 2010, n. 26299, in motivazione, laddove si ricorda che l'avviamento, pur avendo un valore patrimoniale iscritto in bilancio, non è né un bene né un diritto, bensì la qualità dell'azienda di dare profitti. Occorre aggiungere che si tratta di qualità dell'azienda non essenziale, non potendosi negare l'esistenza di un'azienda, e la sua idoneità a divenire oggetto di negozi traslativi, sol perché priva del valore di avviamento”^[40].

Quanto alla nozione di ramo d'azienda, la mancanza di una sua qualificazione legislativa è all'origine dei ripetuti tentativi compiuti da dottrina e giurisprudenza che, nella realtà dei fatti, sono pervenuti nel tempo alla ricostruzione sistematica del concetto, attraverso la progressiva identificazione dei suoi caratteri sintomatici.

È proprio grazie al contributo della Suprema Corte di Cassazione, che è stato possibile individuare i tratti distintivi del concetto di ramo d'azienda, un fenomeno economico che, nell'applicazione pratica, viene a caratterizzarsi con contorni estremamente vaghi e mutevoli^[41] ^[42].

Se vogliamo proprio ricercare una fonte normativa che si sia occupata di fornire un contorno giuridico alla nozione di ramo d'azienda, dobbiamo far riferimento alla Direttiva del Consiglio CEE 90/434 relativa al regime fiscale comune applicabile alle fusioni,

⁴⁰ Cass. Sez. I 8 marzo 2013 n. 5845 che afferma anche che “è appena il caso di ricordare che la nozione di avviamento, sebbene d'indubbia rilevanza giuridica per essere considerato a effetti diversi da numerose disposizioni di legge, non è definita nel codice civile, mentre lo è quella di azienda, intesa come complesso dei beni, organizzati per l'esercizio dell'impresa, dal quale l'avviamento è inseparabile. L'azienda è suscettibile, com'è noto, di costituire in quanto tale l'oggetto di negozi giuridici, di trasferimento della sua titolarità o del suo godimento, al pari dei singoli beni che la compongono; ma una consolidata giurisprudenza, risalente nel tempo (Cass. 7 giugno 1947 n. 873), esclude una tale possibilità per l'avviamento”.

⁴¹ Nella sentenza Tribunale Milano Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 31-07-2019, il Collegio ricorda che con riferimento al trasferimento di azienda la Corte di Cassazione afferma: “ai fini del trasferimento dell'azienda, o di un ramo di essa, è necessario il trasferimento di un complesso di beni di per sé idoneo a consentire l'inizio o la continuazione di una determinata attività d'impresa, requisito configurabile anche quando detto complesso non esaurisca i beni costituenti l'azienda o il ramo ceduti, ma per la sussistenza del quale è indispensabile che i beni oggetto del trasferimento conservino un residuo di organizzazione che ne dimostri l'attitudine, sia pure con la successiva integrazione del cessionario, all'esercizio dell'impresa”; L'Autorità di Vigilanza dei Contratti Pubblici, nella sua determinazione n. 11/2002 ha affermato che “affinché si abbia trasferimento di un ramo di azienda, è dunque necessario individuare preliminarmente quale attività – autonoma dalle altre che l'imprenditore eserciti – si intende trasferire e poi quale parte del complesso dei beni organizzati, cioè quale sottoorganizzazione, funzionale a quella attività, verrà trasferita, in modo che l'attività già esercitata dall'imprenditore che trasferisce il ramo di azienda possa continuare ad essere esercitata dal soggetto al quale il ramo di azienda viene trasferito”.

⁴² Cass. Civ., Sez. III, 9 giugno 1981, n. 3723, precisa che, poiché l'azienda è un complesso di beni e di servizi (capitale, fisso e circolante, e lavoro) unificati dalla destinazione produttiva, in funzione della quale sono organizzati e coordinati dall'imprenditore (ed il principio trova piena applicazione anche al concetto di ramo di azienda) essa cessa di esistere quando i vari elementi siano stati dispersi, assumendo i singoli beni destinazioni diverse.

scissioni, conferimenti d'attivo e scambi di azioni concernenti società di Stati membri diversi, che ha trovato attuazione nell'ordinamento interno ad opera del D.Lgs. 30 dicembre 1992, n. 544.

L'art. 2, comma 1, lettera i), della Direttiva definisce quale ramo di attività *“il complesso degli elementi attivi e passivi di un settore di una società che costituiscono, dal punto di vista organizzativo, un'azienda indipendente, cioè un complesso capace di funzionare con i propri mezzi”*.

Il ramo d'azienda può essere definito (per la natura del complesso dei beni che la compongono) come quella parte dell'azienda capace di costituire un autonomo sistema devoluto alla produzione di beni o servizi.

Ai fini della qualificazione civilistica e fiscale del ramo d'azienda, e della relativa configurabilità in occasione di cessione o conferimento di complessi di beni aziendali^[43] ^[44], è dunque sufficiente che i beni oggetto della cessione costituiscano un insieme organizzato capace di autonoma attività economica; per contro, anche l'entità del perimetro aziendale definito nell'accordo tra le parti è in grado di generare o meno effetti giuridici^[45].

⁴³ Nella sentenza CGU C-497/01 del 27 novembre 2003 (Zita Model Sàrl), al punto n.40 la Corte Europea sostiene che *“la nozione di «trasferimento a titolo oneroso o gratuito o sotto forma di conferimento a una società di una universalità totale o parziale di beni» deve essere interpretata nel senso che in essa rientra il trasferimento di un'azienda o di una parte autonoma di un'impresa, compresi gli elementi materiali e, eventualmente, immateriali che, complessivamente, costituiscono un'impresa o una parte di impresa idonea a svolgere un'attività economica autonoma, ma non vi rientra la mera cessione di beni, quale la vendita di uno stock di prodotti”*; concetto ribadito nella successiva Sentenza C-444/10 del 10 novembre 2011 (Christel Schriever), nella quale al punto n.25 si afferma che *“affinché si configuri un trasferimento di un'azienda o di una parte autonoma di un'impresa ai sensi dell'art. 5, n. 8, della sesta direttiva, occorre che il complesso degli elementi trasferiti sia sufficiente per consentire la prosecuzione di un'attività economica autonoma”*.

⁴⁴ A tal proposito, il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima H.A.10 - 1° pubbl. 9/10 – osserva che *“il procedimento di valutazione delineato per i conferimenti in una spa dall'art. 2343 ter, comma 2, lett.b), c.c., stante la sua alternatività rispetto al procedimento di cui alla lett. a) del medesimo comma e la mancanza di limitazioni od esclusioni testuali, può avere ad oggetto qualsiasi bene che sia conferibile in natura (diverso da quelli di cui al comma 1 dello stesso art. 2343 ter c.c.), a prescindere da una sua preesistente autonoma inclusione tra le voci di bilancio del soggetto conferente o da una sua autonomia iscrivibilità nel bilancio della società conferitaria. Lo stesso potrà dunque essere posto in essere anche con riferimento a conferimenti di aziende o rami d'azienda; beni di proprietà di persone fisiche non imprenditori; beni di imprenditori individuali o collettivi il cui bilancio non sia sottoposto a revisione legale”*.

⁴⁵ Nella vicenda trattata dalla Cassazione Sez. III, Sentenza 30 giugno 2015 n.13319 la Corte era chiamata a decidere sulla solidarietà debitoria a seguito di un trasferimento di ramo d'azienda, dove la contabilità del cedente non era caratterizzata dalla distinta annotazione dei fatti aziendali attinenti ai diversi settori d'interesse; afferma la Corte che *“nella controversia oggetto del presente giudizio è stato accertato in via definitiva che fra il S. e la F,ora G M, vi è stata una cessione di ramo di azienda: il S. ha tenuto per sé l'attività di macelleria, mentre ha ceduto alla società F l'attività costituita da tutti i restanti reparti del supermercato.*

Non è contestato che il debito, pregresso alla cessione, di cui la G M è chiamata a rispondere come acquirente del ramo di azienda, è relativo ad una fornitura di carne.

La Corte d'Appello ha ritenuto che pur in presenza di cessione di ramo di azienda, in considerazione della circostanza che la

Affinché un insieme di beni, in altre parole, possa essere qualificato quale ramo d'azienda è necessario che – una volta avvenuta la separazione dal più vasto complesso produttivo dell'imprenditore – tale complesso continui pur sempre a rappresentare un compendio di beni idoneo all'esercizio in maniera autonoma dell'impresa, dotato, quindi, di una compiuta attitudine alla produzione^[46].

Ai fini dell'esistenza di un trasferimento di azienda, in effetti, non è necessario che tutti i beni aziendali vengano trasferiti, essendo per contro sufficiente che il complesso alienato^[47] sia idoneo all'esercizio di un'impresa, inteso come la capacità di concepire

società cedente aveva una contabilità unitaria e non separata per il ramo ceduto, l'acquirente doveva rispondere in solido con l'alienante di tutti i debiti aziendali, e quindi anche del debito oggetto della presente controversia, relativo alla parte dell'azienda rimasta in proprietà del cedente.

Sul punto deve ricordarsi che una autorevole dottrina è giunta a risultati sostanzialmente opposti a quelli dalla Corte di Appello, vale a dire ha ritenuto che si potesse applicare, seppur in via analogica, l'art. 2560 c.c., comma 2, solo nell'ipotesi che, nel trasferimento di un ramo d'azienda (o sede secondaria) fosse stata tenuta volontariamente dall'imprenditore una contabilità distinta, sia pure inquadrata nel complesso delle scritture contabili obbligatorie. In mancanza di contabilità distinta, l'acquirente non è tenuto a rispondere dei debiti aziendali.

In dottrina, poi, nessuno degli autori che si è occupato della sorte dei debiti in ipotesi di trasferimento di ramo di azienda è giunto alla conclusione adottata dalla Corte di appello. Si è detto che l'acquirente di un ramo di azienda risponde soltanto della parte dei debiti concernenti il ramo o la parte dell'azienda ceduta ed, in proporzione dei debiti relativi alla gestione complessiva dell'impresa dell'alienante. L'autore che in dottrina si è dedicato con particolare approfondimento alla questione ha osservato che non possono esservi dubbi sul trasferimento al cessionario dei debiti relativi al ramo di azienda ceduto quando l'alienante abbia tenuto una contabilità distinta, ma che sembra riduttivo legare solo alla tenuta di una contabilità distinta il trasferimento dei debiti. Infatti seguire tale tesi determinerebbe come conseguenza la possibilità per l'imprenditore di liberarsi di un ramo dell'azienda o di dividere la stessa in tanti tronconi diversi, costituenti ciascuno un complesso aziendale, pregiudicando in tal modo i suoi creditori che verrebbero privati della garanzia dei loro crediti. D'altra parte non soddisfacente è la tesi scelta dalla Corte d'appello del trasferimento al cessionario del ramo di azienda, in mancanza di contabilità distinta, di tutti i debiti aziendali. Infatti tale soluzione si scontra con la ratio dell'art. 2560 c.c., comma 2, che chiaramente effettua un bilanciamento fra l'interesse dei creditori a mantenere intatta la garanzia del loro credito e l'interesse economico alla facile circolazione dell'azienda, garantito dalla previsione per l'acquirente di conoscere esattamente i debiti di cui dovrà rispondere, che sono solo quelli risultanti dalle scritture contabili obbligatorie".

⁴⁶ Con riferimento ai contributi della dottrina aziendalistica riguardo ai compiti a cui è chiamato l'esperto che deve redigere la stima, L. GUATRI e V. UCKMAR hanno osservato che "un errore che talora si osserva è il mancato accertamento della presenza di un sistema organizzato di beni e di rapporti in grado di esprimere un'autonoma capacità di reddito" perché l'esperienza insegna che in taluni casi "l'esame del contesto indica che la società di scopo generata con il conferimento del ramo aziendale non avrà il pieno controllo di tutte le variabili strategiche necessarie alla conservazione e allo sviluppo della propria attività: la valutazione deve pertanto tenerne conto", in: L. GUATRI e V. UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, 2009.

⁴⁷ A proposito del fatto che tra i beni trasferiti siano compresi crediti e debiti, V. SALAFIA, "Cessione d'azienda con i relativi crediti e debiti", *Le società*, n.3/2008, osserva che "a prescindere dal regolamento negoziale, con il quale le parti possono disciplinare secondo la propria discrezione il trasferimento dei crediti ed anche dei debiti, senza comunque derogare dalla responsabilità solidale per questi ultimi dell'acquirente, l'interpretazione delle norme contenute negli artt. 2559 e 2560 c.c. presenta qualche problema ...". A prima lettura, potrebbe apparire evidente l'intenzione del legislatore di comprendere nell'oggetto negoziale tutti i rapporti obbligatori pendenti, quelli attivi e quelli passivi. Se, però, questo fosse stato lo scopo della legge, la sua lettera avrebbe dovuto essere diversa e riferirsi, senza alcuna qualificazione, ai debiti e ai crediti, qualunque ne fosse il titolo e all'unica condizione che fossero imputabili o ascrivibili all'imprenditore cedente. L'aver voluto qualificarli come relativi all'azienda esprime la volontà di collegarli ad essa. Non si è trattato, a mio parere, di semplice esigenza di precisione, ma della volontà di far realizzare all'acquirente dell'azienda il fine di acquisirla nella sua complessità economica e giuridica, così come considerata e tenuta presente nella contrattazione.

L'acquirente intende acquistare la disponibilità del complesso dei beni organizzati, funzionale allo scopo della produzione

prodotti o servizi funzionali alle necessità di uno o più mercati di sbocco (intesi quali una pluralità - anche potenziale - di soggetti privati, pubblici od imprenditori che possono ritenere di veder soddisfatta una propria specifica necessità attraverso il conseguimento dei prodotti o servizi in questione).

E - per contro - è ancora possibile che sussista la natura di ramo d'azienda ove un nuovo e diverso imprenditore, per soddisfare i propri scopi imprenditoriali, debba procedere all'integrazione dei beni trasferiti con ulteriori fattori produttivi: i beni mancanti non devono, però, essere di rilevanza tale da alterare l'unità economica e funzionale del complesso aziendale, dal momento che non basta che i beni conferiti abbiano fatto parte di un'azienda, essendo altresì necessario che gli stessi, per le loro caratteristiche e per il loro collegamento funzionale, rendano possibile lo svolgimento di una specifica impresa. Gli eventuali beni "integrativi" apportati dal cessionario dovranno, dunque, essere beni di secondaria importanza, in mancanza dei quali l'attività imprenditoriale potrebbe, comunque, essere svolta anche se non in maniera ottimale.

Elemento qualificante, che consente di confermare che ci si trovi di fronte ad un trasferimento d'azienda e non una mera alienazione di singoli beni è, appunto, la continuazione, seppur all'interno di un nuovo ambito imprenditoriale, del quadro organizzativo caratterizzante il complesso dei beni ceduto, in forza del quale quest'ultimo acquisisce quel carattere di complementarietà che si accompagna indissolubilmente alla nozione di azienda.

Passando a descrivere il percorso che porta ad assumere la decisione di conferire il complesso aziendale, si rende necessario tener conto della forma giuridica della società conferente.

o scambio di beni o servizi. L'integrità del bene negoziato non è costituito solo dai beni e diritti presenti nel momento della contrattazione, ma comprende anche quei beni che ne fanno idealmente parte. Si tratta di quelli, destinati all'azienda, che l'imprenditore ha acquistato e pagato ma non ancora ricevuto e di quelli, consistenti nel prezzo relativo a beni aziendali già giuridicamente trasferiti ma non ancora consegnati agli acquirenti. Nell'uno e nell'altro caso i crediti ed i debiti attono all'azienda o perché corrispondono ad una ricchezza che ne è già uscita per procurarne un'altra che la sostituirà o ad una ricchezza presente nell'azienda ma in procinto di uscirne. Che questa sia l'intenzione che ha guidato il legislatore nella formulazione dell'art. 2559 c.c. si ricava dal collegamento con l'art. 2558 c.c., il quale, nel prevedere e regolare la successione automatica dell'acquirente nei contratti, stabilisce che essa riguarda solo i contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda. Questi contratti possono essere ancora pendenti o in parte già eseguiti, in modo tale che ne residuino solo posizioni debitorie o creditorie, le quali sono quelle considerate nei successivi artt. 2559 e 2560 c.c."

Qualora si tratti di società per azioni, bisogna considerare che:

- nel caso di assunzione (di partecipazione) che comporti una responsabilità illimitata per le obbligazioni delle imprese così partecipate, *ex art. 2361, 2° co.*, l'operazione di apporto in altra società, genericamente intesa (prescindendo dalla qualifica dell'oggetto del conferimento), è un atto che necessita dell'autorizzazione dell'Assemblea degli azionisti;
- è discutibile se l'assunzione di partecipazioni in altra società possa essere considerata atto consentito, laddove, di fatto, risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto, *ex art. 2361, c. 1 c.c.*

Prendendo in considerazione quale sia l'organo deputato a decidere, l'apporto che determini assunzione di responsabilità limitata, rientra nell'ambito del potere gestorio degli amministratori; dall'altro lato, l'apporto che determini assunzione di responsabilità illimitata, rientra nell'ambito dei poteri dei soci, in forma di autorizzazione.

La seconda disposizione in esame ripropone, nella sostanza, la limitazione ad operazioni che alterino l'oggetto sociale, così da impedire che attraverso un conferimento in altro ente, la società conferente perda i propri connotati caratterizzanti, ossia alteri nella sostanza il proprio oggetto sociale: ciò con riflesso, in primo luogo, sulla liceità stessa dell'operazione, poi sull'individuazione dell'organo chiamato a decidere l'esecuzione dell'apporto.

L'operazione deve considerarsi chiaramente ammessa ogniqualvolta l'atto costitutivo/statuto sociale inquadri la società conferente come una società legittimata ad operare quale holding, trattandosi di soluzione che rientra nell'ipotesi consentita dall'*art. 2361, 1° co.*; il contenuto dello statuto e dell'atto costitutivo fungono da indispensabile parametro di riferimento per determinare la liceità o meno dell'operazione di apporto, non dovendosi effettuare una mera valutazione formale, ma valorizzando se, nella sostanza, l'operazione, genericamente consentita, alteri l'oggetto sociale della società conferente.

In senso conforme, si richiama la motivazione della sentenza della Corte di Appello di Milano del 16.10.2001 che, affrontando un caso di conferimento di ramo di azienda in altra società (di capitali) partecipata al 100% dalla conferente, ha riconosciuto ed affer-

mato la liceità dell'operazione *ex art.* 2361, 1° co., con conseguente piena validità della delibera consiliare del Consiglio di amministrazione della conferente, proprio sul presupposto della mancata alterazione sostanziale dell'oggetto sociale della conferente, appunto perché già controllante al 100% la conferitaria e perché, nel caso, si trattava di apporto parziale di azienda, ossia di un semplice ramo della stessa.

Quando la conferente è organizzata nella forma di Srl, sono riservate alla competenza dei soci le decisioni di compiere operazioni che comportino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato nell'atto costitutivo o una rilevante modificazione dei diritti dei soci (art. 2479, 2° co. n. 5) del Codice Civile).

Leggendo l'art. 2479, 2° co. n. 5) in coordinamento con l'art. 2473, 1° co., qualora l'operazione modifichi in modo rilevante i diritti dei soci, questi, nel caso in cui non diano il loro consenso, possono esercitare il recesso dalla società.

Rimane solo da ricordare che, nel caso di operazione che rivesta i caratteri dell'atto dannoso per la società, i soci o terzi, coloro (i soci che hanno approvato la delibera) che abbiano intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento dell'atto rischiano di incorrere in responsabilità, in solido con gli amministratori; bisogna notare che si tratta di disposizione specifica per la SRL, che non trova riscontro nell'ambito della SPA.

Siamo così giunti al punto in cui si devono descrivere le relazioni che si vengono a creare tra il complesso di beni oggetto di conferimento, la conferente, la conferitaria ed il

perito incaricato di valutare i beni da conferire^[48] [49] [50].

⁴⁸ Sia il Comitato Interregionale dei Collegi Notarili delle Tre Venezie che il Consiglio Notarile di Milano pongono in relazione il tipo sociale della conferitaria con il soggetto tenuto a designare il perito; a tal proposito, il Consiglio Notarile di Milano – con la Massima n.77 – afferma che “con la riforma del diritto societario è stata introdotta una significativa differenziazione delle modalità di nomina dell’esperto incaricato della predisposizione della stima dei conferimenti in natura nelle s.p.a. e nelle s.r.l. Com’è noto, infatti, chi intende conferire beni in natura o crediti in una s.p.a. deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società (conferitaria), mentre chi intende conferire beni in natura o crediti in una s.r.l. deve presentare la relazione giurata di un esperto o di una società di revisione iscritti nel registro dei revisori contabili o di una società di revisione iscritta nell’albo speciale, designati dal conferente.

La Relazione al d.lgs. 6/2003 giustifica la “semplificazione” adottata per le s.r.l. ritenendo “sufficiente garanzia” che il perito sia scelto fra i revisori contabili. La diversa impostazione è anche conseguenza dell’obbligo sancito nella II dir. CE in materia societaria, che impone la previsione della nomina del perito da parte di un organismo terzo, giudiziale o amministrativo, esclusivamente per le società azionarie.

La differente disciplina di base e il tenore letterale dell’art. 2500 c.c., norma generale in materia di trasformazione, nella versione introdotta dalla riforma, hanno indotto taluni primi commentatori a ritenere che non sia possibile trasformare in s.p.a. una s.r.l. il cui capitale sia stato in tutto od in parte formato tramite conferimenti di beni in natura o di crediti, senza la redazione di una perizia di stima con le modalità previste dall’art. 2343 c.c., e ciò non solo in caso di contestualità delle delibere di aumento di capitale e trasformazione, ma altresì qualora il conferimento sia avvenuto precedentemente alla trasformazione, facendo eventualmente un distinguo fra conferimenti più o meno recenti (si è ritenuta rilevante - ed in un certo senso “sanante” - l’avvenuta redazione ed approvazione di un bilancio che registrasse gli effetti del conferimento, essendo i criteri per la redazione del bilancio gli stessi per le s.r.l. e per le s.p.a.).

La prevista differenziazione farebbe cioè presumere una diversa rilevanza delle due relazioni di stima, quella redatta per le s.p.a. e quella redatta per le s.r.l., fino a far ipotizzare una graduazione di valore, tale per cui la relazione redatta dall’esperto di designazione “privata” avrebbe valenza minore rispetto a quella redatta dall’esperto di designazione giudiziale; tale diversa valenza porta a ritenere il capitale formato mediante conferimento in natura stimato dal perito nominato dal tribunale. In realtà una simile graduazione non è assolutamente desumibile dall’ordinamento, essendo prevista esclusivamente una semplificazione nelle modalità di designazione del perito, peraltro bilanciata dalla richiesta, per il perito di parte, di requisiti particolari non richiesti al perito di nomina giudiziale; entrambe le figure sono inoltre equiparate sotto il profilo dei criteri da seguire per la redazione delle relazioni nonché della responsabilità ad essi attribuita”.

⁴⁹ Con riferimento ai conferimenti in SPA, il Comitato Interregionale dei Collegi Notarili delle Tre Venezie, con la massima H.A.12 - (REQUISITI SOGGETTIVI DELL’ESPERTO CHIAMATO A REDIGERE LA VALUTAZIONE DICONFERIMENTO Ex ART. 2343 Ter, COMMA 2, LETT. B, C.C. - 1° pubbl. 9/10 – motivato 9/11) sostiene che “l’esperto chiamato a redigere la valutazione di conferimento ex art. 2343 ter, comma 2, lett. b) c.c., non deve necessariamente essere iscritto nel Registro dei Revisori Legali: gli unici requisiti prescritti dalla norma sono l’indipendenza e l’adeguata professionalità”; con la massima I.A.13 - (SOGGETTI LEGITTIMATI ALLA DESIGNAZIONE DEL REVISORE PER LA REDAZIONE DELLA RELAZIONE SUI CONFERIMENTI IN NATURA A LIBERAZIONE DI AUMENTI DI CAPITALE - 1° pubbl. 9/12) i notai del triveneto affermano che “in assenza di una specifica previsione legislativa, si ritiene che la designazione del revisore cui affidare la redazione della relazione sui conferimenti in natura a liberazione di aumenti di capitale spetti a chiunque ne abbia interesse e non al solo conferente. La disposizione di cui all’art. 2465, comma 1, c.c. (peraltro dettata per i soli conferimenti effettuati in sede di costituzione), in base alla quale “chi conferisci beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata...”, non appare, infatti, volta ad attribuire al solo conferente la facoltà di nomina, ma piuttosto ad attribuire a quest’ultimo il diritto di fare propria o meno la relazione predisposta dal revisore. Una diversa interpretazione risulterebbe inconciliabile con il sistema, in quanto renderebbe inattuabili le delibere di aumento di capitale in natura adottate in un momento in cui non sia noto il potenziale conferente (come accade per quelle offerte di sottoscrizione ad una varietà di soggetti indefiniti a causa della natura fungibile dei beni richiesti in conferimento: azioni di una determinata società, titoli di stato, ecc.), nonché quelle per le quali sia intervenuto un mutamento di titolarità del bene da conferire tra la data di adozione della delibera e quella della sua sottoscrizione”.

⁵⁰ Da tempo la dottrina aziendalistica, cercando di soccorrere evidenti carenze di carattere legislativo e giurisprudenziale, ha formulato linee guida per gli esperti chiamati alla redazione delle perizie richieste in

Sembra invero evidente che il perito incaricato della valutazione debba essere messo a parte dello scopo dell'incarico che gli viene richiesto^[51].

A seconda che si tratti di un'operazione di riorganizzazione interna o di un'operazione di mercato, i soci e gli amministratori della conferente avranno una differente interlocazione con i soci e gli amministratori della conferitaria^[52].

Non solo, le dinamiche che portano a determinare l'incremento del capitale sociale ed il sovrapprezzo nella conferitaria, pongono gli amministratori della seconda (articolo 2343 - 3° co., richiamato anche all'articolo 2441 - 6° co.) di fronte a scenari ben diversi a seconda della tipologia di operazione da porre in essere e di tutto ciò il perito è bene che ne tenga conto nell'impostare il suo lavoro^[53] [54].

sede di conferimento; L.Guatri e V.Uckmar hanno osservato che *"le valutazioni di conferimento, nei confronti di società appositamente costituite, e di trasformazione devono essere composte con la prudenza necessaria per attribuire alla società conferita ria un capitale effettivamente sussistente in ogni momento, e dunque al riparo da inaccettabili fattori di variabilità. Quando la beneficiaria del conferimento è una società preesistente, l'esperto - pur tenendo conto delle diversità dei momenti tecnici - deve promuovere la consapevolezza dell'opportunità di dar luogo ad un'operazione di scambio equilibrata, con riguardo alle condizioni di esecuzione dell'aumento di capitale liberato con l'apporto in natura"*, mettendo peraltro in chiaro che *"lo svolgimento delle operazioni a valori contabili non modifica le analisi di tipo sostanziale che l'esperto è chiamato a svolgere"*, L.Guatri, V. Uckmar, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea 2009.

⁵¹ A tal proposito, i PIV formulati dall'Organismo italiano di valutazione dedicano una specifica sezione all'incarico (parte II.2). Di particolare interesse il principio II.2.4 che dispone che nell'incarico deve essere indicato con precisione l'oggetto della valutazione e deve essere illustrata, se pur sommariamente, la finalità per la quale essa viene effettuata.

⁵² L'art. 2441 - 6° co - prevede per il caso delle SPA che gli amministratori della conferitaria, con apposita relazione, devono illustrare le ragioni della limitazione od esclusione del diritto di prelazione ed i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione; tale relazione deve essere comunicata al collegio sindacale (od al collegio di sorveglianza) ed al soggetto incaricato della revisione legale almeno 30 giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Al di là della prescrizione codicistica, gli accordi tra le parti dovranno comunque essere definiti ben prima, così da consentire al perito di svolgere la sua attività nel modo adeguato. In ogni caso, entro i 15 giorni prima di quello fissato per l'assemblea il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sul prezzo di emissione delle azioni; anche in questo caso, sembra consigliabile che si sviluppi un rapporto dialettico a riguardo tra il perito ed il collegio sindacale, considerato che anche la relazione giurata deve rimanere depositata nella sede della società nei 15 giorni che precedono l'assemblea.

Tali prescrizioni non sono riprese dall'articolo 2481 *bis* del Codice Civile, anche se parte della dottrina ritiene applicabili alla SRL le previsioni formulate nell'articolo 2441 - 6° co.

⁵³ Il Comitato Interregionale dei Collegi Notarili delle Tre Venezie, con la massima H.A.1 - (ATTESTAZIONE DI VALORE NECESSARIA NELLA RELAZIONE DI STIMA Ex ART. 2343 C.C. - 1° pubbl. 9/04) afferma che *"la relazione di stima ex art. 2343 c.c. deve necessariamente contenere l'attestazione che il valore dei beni o crediti conferiti sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, mentre non deve obbligatoriamente attestare il valore effettivo di quanto conferito"*, analogamente la Massima I.A.1 in caso di SRL; con la Massima H.A.7 - (VALORI NOMINALI E VALORI REALI NEI CONFERIMENTI DI BENI IN NATURA - 1° pubbl. 09/07) i notai del triveneto invece affermano che *"i conferimenti in natura possono avvenire anche per un valore nominale delle azioni con essi liberate, comprensivo del sovrapprezzo, inferiore a quello reale dei beni conferiti"* analogamente la Massima I.A.8 in caso di SRL.

⁵⁴ A tal proposito, i PIV formulati dall'Organismo italiano di valutazione dedicano una specifica sezione alle valutazioni legali (parte IV.2); nella premessa vengono formulate le seguenti indicazioni: *"in generale le valutazioni legali rispondono allo scopo di garanzia societaria con particolare tutela dei soci minoritari e degli stakeholders estranei al*

Nell'ambito dei PIV^[55], il principio IV.2.5 dispone che *“l'esperto deve essere consapevole che gli organi amministrativi delle società o soggetti terzi debbono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. La relazione di valutazione deve fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la base informativa utilizzata, le scelte di metodi e criteri di valutazione, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale”*.

Le prescrizioni fornite dai principi italiani di valutazione, raccomandano che la configurazione di valore da ricercare è il congruo prezzo di mercato, in una prospettiva stand alone (pre-money) e quindi senza considerare le sinergie che si possono attivare in capo alla conferitaria; per valore di mercato si intende il valore presumibile di cessione del complesso aziendale stesso, *“purché tale valore sia un valore normale”*^[56] ^[57]. Tutto ciò in riferimento al fatto che il lavoro predisposto dal valutatore deve poi essere oggetto di riesame da parte degli amministratori della conferitaria; è stato infatti osservato che l'adozione di tali criteri prudenziali ha *“lo scopo di dare basi solide soprattutto al valore degli intangibles specifici e dell'avviamento, limitando i rischi che debbano poi porsi dei problemi di impairment in capo alla conferitaria, con effetti negativi sulla tranquillità che deve infondere la dimensione del suo capitale”*^[58].

Nel caso in cui ci si trovi di fronte ad un contrasto di valutazioni tra gli amministratori della conferitaria e quelli della conferente, è cruciale che la valutazione del perito possa essere di aiuto nel definire e circoscrivere i punti di disaccordo^[59].

controllo della società. Per questa ragione le valutazioni compiute devono essere controllabili (e talvolta deve addirittura esserne verificata la congruità) e ripercorribili nelle scelte compiute (in termini di assumption, di unità di valutazione, di configurazione di valore, di criteri adottati) e nei loro limiti (in termini di supporti informativi o di evidenze esterne) da soggetti terzi (organi di governo e di controllo aziendale, società di revisione, regulator)”. Una specifica sezione dei PIV che trattano le valutazioni legali è dedicata agli aumenti di capitale (IV.3).

⁵⁵ OIV, PIV - Principi italiani di valutazione, Egea 2015.

⁵⁶ Cfr, premessa della Sezione IV.5 - Conferimenti e trasformazioni; PIV, 2015.

⁵⁷ Tali principi sono peraltro consolidati nella dottrina aziendalistica; in tempi meno recenti già L. Guatri e V. Uckmar, *op. cit.*, osservavano che *“non v'è dubbio che deve trattarsi di un valore in atto, e non certo di un valore potenziale, normalizzando i risultati attesi come gli altri drivers di valore; dunque di un valore relativamente protetto da fatti di variabilità degli input e anche dalla fluttuazione dei valori di mercato”*.

⁵⁸ In L. GUATRI e V. UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea Milano 2009.

⁵⁹ Osserva V. SALAFIA che *“naturalmente, il conferente, al quale gli amministratori devono comunicare l'esito negativo della loro verifica, potrà contestare la stima fatta dagli amministratori e da questa contestazione potrà nascere una controversia, che dovrà essere decisa dall'Autorità giudiziaria, se il dissenso fra le parti persistesse”* in V. SALAFIA, *“L'aumento del capitale: deliberazione, vizi e difetti, rimedi”*, *Le società*, n.8/2009.

Riguardo alla data di riferimento della perizia ai fini del conferimento, le posizioni del notariato del triveneto e di quello milanese sembrano divergere.

Se i primi^[60] si limitano a dire che *“la data della relazione di stima redatta ai fini di un conferimento deve essere la più aggiornata possibile e comunque non anteriore di quattro mesi rispetto all’atto”*, il collegio meneghino, con la massima n.117, analizza il regime di conferimento ordinario (di cui agli artt. 2343 e 2465 del Codice Civile) in confronto a quelli realizzati in regime alternativo (art. 2343 *ter* - 2° co. lett. b) del Codice Civile). Posto sotto questo punto di vista, *“non dovrebbero esservi significativi dubbi circa la applicazione analogica del termine di sei mesi, previsto dal regime alternativo, qualora il conferimento in natura avvenga in sede di costituzione della società. In tal caso, infatti, la decisione di liberare le azioni di nuova emissione mediante un conferimento in natura è sempre e necessariamente contestuale all’esecuzione del conferimento in natura. Se dunque è sufficiente un aggiornamento di sei mesi per la valutazione del regime alternativo (art. 2343-*ter*, comma 2, lett. b, c.c.), decorrenti dalla data di riferimento della perizia alla data di perfezionamento dell’atto costitutivo e di esecuzione dei conferimenti, il medesimo aggiornamento temporale deve parimenti considerarsi idoneo per la valutazione del regime ordinario (art. 2343 c.c., che non prevede espressamente alcun termine), fermi restando sia il *dies ad quem*, sia il *dies a quo*. In altre parole, per quanto riguarda i conferimenti in natura in sede di costituzione, sussistono tutti i presupposti per l’applicazione analogica del termine dettato dalla legge per il solo regime alternativo”*.

Qualora invece si sia in presenza di un conferimento in una società già esistente, *“in sede di aumento di capitale, l’aggiornamento della relazione di stima ai sensi dell’art. 2343 c.c. è suscettibile di essere valutato sulla base di due criteri, tra loro alternativi: (i) quello per così dire tradizionale, che prende in considerazione il lasso di tempo intercorrente tra la data di riferimento della relazione di stima e la deliberazione di aumento del capitale sociale, che non deve essere superiore a quattro mesi, ferma restando la necessità di stabilire un congruo termine finale di sottoscrizione, ai sensi dell’art. 2439 c.c., in dipendenza delle caratteristiche dell’operazione di aumento; (ii) quello derivante dall’applicazione analogica delle disposizioni contenute negli artt. 2343-*ter*, comma 2, lett. b), e 2440, comma 4, c.c., che comporta un termine massimo di sei mesi, computati dalla data di riferimento della re-*

⁶⁰ Massime H.A.2 ed I.A.2.

lazione di stima sino alla effettiva esecuzione del conferimento in natura.

In questo secondo caso, il rispetto del termine, come sottolineato nella massima, può avvenire in due diverse modalità: se l'esecuzione del conferimento è contestuale alla deliberazione di aumento di capitale, è sufficiente che l'una e l'altra abbiano luogo entro i sei mesi dalla data di riferimento della perizia; se invece la deliberazione di aumento di capitale non viene immediatamente eseguita, è necessario che essa stabilisca, quale termine finale di sottoscrizione ai sensi degli articoli 2439, comma 2, e 2481-bis, comma 3, c.c., una data non successiva ai sei mesi dalla data di riferimento della relazione di stima”.

2.2. CORRELAZIONI TRA PERIZIA, ATTO DI COSTITUZIONE/AUMENTO DI CAPITALE ED OBBLIGHI CIVILISTICI DI CUI ALL'ARTICOLO 2343 - 3° E 4° COMMA

Per operazioni di mercato si intende far riferimento a quegli accordi che portano due imprenditori (o due imprese) ad un'integrazione delle rispettive realtà aziendali (o linee di *business*) sotto il medesimo contesto giuridico societario.

Dal punto di vista del contratto che si viene a realizzare, si può trattare di una società di nuova costituzione nella quale ad uno (o più) soci fondatori viene attribuita una porzione del capitale sociale a fronte di un conferimento in natura (apportando compendi aziendali) oppure, alternativamente, di una società già esistente che delibera un aumento di capitale – di solito con limitazione (od esclusione) del diritto di prelazione, le cui azioni o quote di nuova emissione vengono liberate attraverso un conferimento in natura.

In precedenza si è semplicemente posto un accenno alle questioni procedurali che attengono alla fase che precede il conferimento: il soggetto cui compete la nomina dell'esperto stimatore e sue caratteristiche professionali nonché - in caso di aumento di capitale che verrà liberato con conferimento in natura in una SPA - gli obblighi preliminari previsti dalla legge in capo ad amministratori, sindaci e soggetto incaricato della revisione legale in caso di esclusione o limitazione del diritto d'opzione a seguito di conferimento in natura (articolo 2441 – 6° co. del Codice Civile); vediamo ora di definire meglio le procedure, ruoli e responsabilità pre e post delibera assembleare.

Il perito nel proprio agire risponde non solo nei confronti del soggetto in favore del quale esegue la sua prestazione professionale, ma anche nei riguardi degli altri soci

della conferitaria e della società medesima.

Secondo la prevalente dottrina, la responsabilità dello stimatore è di natura contrattuale anche se non si configura nei suoi confronti un vero e proprio contratto tra conferente, società e terzi (a maggior ragione nella SPA dove la nomina è del tribunale competente per territorio).

La nomina costituisce fonte dell'obbligazione di una specifica prestazione ai sensi dell'articolo 1173 – 1° co. secondo cui le obbligazioni derivano da ogni (altro) atto o fatto idoneo a produrle in conformità all'ordinamento giuridico.

Anche se in dottrina si ammette la possibilità che i soci rinuncino alla responsabilità nei loro confronti, ciò non è possibile nei confronti dei danni arrecati alla società conferitaria ed evidentemente anche nei confronti dei terzi.

Per quanto riguarda le prescrizioni degli articoli 2343 – 1° co e 2465 – 1° co del Codice Civile il compito richiesto al soggetto che predispose la “relazione giurata” è ben preciso e rispetta uno schema logico ed analitico; la perizia di stima dovrà contenere, in termini generali:

- a) la descrizione del complesso dei beni, con l'evidenza e l'accertamento che l'insieme conferito possieda i requisiti qualitativi e quantitativi per essere qualificabile come azienda ex art.2555 c.c.;
- b) la descrizione dei beni compresi e soprattutto degli elementi che la compongono;
- c) la specificazione del metodo di valutazione applicato in relazione alle caratteristiche dell'azienda;
- d) la dichiarazione/attestazione che il valore di quanto conferito è almeno pari a quello ad esso attribuito ai fini della determinazione della quota di capitale e dell'eventuale sovrapprezzo di competenza del conferente.

Osserva R. Moro Visconti, anche facendo riferimento ad un precedente contributo di R. Perrotta, che *“le citate disposizioni civilistiche sono a tutela dei soci, dei creditori sociali e dei terzi a vario titolo interessati. Tuttavia, il legislatore ha saggiamente ommesso di fornire indicazioni puntuali circa i criteri da utilizzare per accertare il valore di quanto conferito; nel silenzio della norma, la decisione intorno a quale criterio valutativo adottare è rimessa, pertanto, alla discrezionalità dell'esperto e alla valutazione, caso per caso, della singola fattispecie, per stimare aziende o loro rami considerandone il peculiare e mutevole modello di business, che spesso richiede metodi ad hoc (si pensi ad esempio alle rilevanti differenze*

di valutazione tra aziende industriali e società finanziarie o bancarie)"^[61].

Nel caso di aumento di capitale nella SPA, qualora l'esclusione del diritto d'opzione derivi da un conferimento in natura, compete agli amministratori della conferitaria predisporre una relazione nella quale si spiegano le ragioni dell'operazione nonché i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione.

Dalla lettura coordinata di tali disposizioni risulta quindi che, mentre la relazione giurata deve esprimere un valore, rappresentativo del conferimento nel suo complesso, compete agli amministratori l'onere di dettagliare il valore del proposto aumento del capitale sociale e del relativo sovrapprezzo.

Per contro, mentre il valore risultante dall'elaborato dello stimatore non può che essere un valore puntuale, il fatto che agli amministratori compete l'onere di indicare *"i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione"* e che – recita di seguito il medesimo articolo 2441 - 6° co. – *"la delibera [ndr. assembleare] determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto ..."* può portare a ritenere che gli amministratori possano anche proporre un range di valori tra un minimo ed un massimo^[62].

Il sovrapprezzo ha la funzione di limitare il danno dei vecchi soci che si vedono privati del diritto d'opzione, quando il valore così determinato risulti superiore a quello nominale; secondo parte della dottrina, il sovrapprezzo costituisce in effetti l'applicazione

⁶¹ In R. MORO VISCONTI, *Conferimenti d'azienda*, Maggioli, 2011 e R. PERROTTA, *Il conferimento d'azienda*, Giuffrè 2005, osserva che *"il persistere, a carico dell'esperto, del vincolo di fornire un'analitica descrizione di ciascuno di essi parrebbe, comunque, implicare la necessità di utilizzare (...) il metodo patrimoniale, il quale consente di apprezzare analiticamente tutti gli elementi patrimoniali, attivi e passivi (...)".* Tuttavia, prosegue poi lo stesso autore (riferendosi al conferimento di ramo d'azienda), l'esperto non dovrebbe utilizzare, al fine di accertare il valore dei beni conferiti, il solo metodo patrimoniale, *"in quanto tale criterio valutativo non consente di apprezzare il valore, connesso alla prospettive reddituali e finanziarie, degli eventuali beni immateriali (...) nonché dell'avviamento. (...) Non è, tuttavia, possibile desumere che i risultati sufficienti l'utilizzo dei soli metodi sintetici, poiché gli stessi, esprimendo il valore complessivo dell'azienda in un ammontare unitario, non solo non consentono di ripartire tale valore tra le singole componenti del patrimonio aziendale, ma nemmeno di procedere all'individuazione delle stesse".*

⁶² A tal proposito osserva A. MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al diritto delle società*, Cedam 2011, che *"se è oggi possibile – sempre ove consentito dallo statuto – un'assegnazione di azioni non proporzionale ai conferimenti effettuati (che naturalmente è cosa ben diversa da quanto era ammesso, anche in precedenza, in ordine alle somme corrisposte dai soci a titolo di sovrapprezzo) va da sé che il valore di ciascun conferimento può non esprimere (più) il valore (nominale) delle corrispondenti azioni emesse. Il 5° co (ndr. dell'articolo 2346 del Codice Civile) pare proprio corollario di tale novità; la corrispondenza normativa è ora conferimento-capitale e non più conferimento-azione, in quanto le azioni, nel rapporto trilaterale conferimenti-azioni-capitale, possono ora rappresentare un parametro variabile. In altri termini ciò che è certo è che l'insieme dei conferimenti deve costituire, quanto meno, il capitale sociale, ma non vi è (più) la medesima certa corrispondenza e proporzionalità tra l'assegnazione delle azioni ed i conferimenti che le supportano".*

dei principi contrattuali di buona fede e parità di trattamento^[63].

La determinazione finale del sovrapprezzo, da sottoporre al vaglio del giudizio di congruità delle controparti (nell'ambito della loro autonomia negoziale), nasce dalla mediazione e dalla ricomposizione di aspettative confliggenti, che devono trovare un punto di equilibrio nel sovrapprezzo prescelto.

La scelta di quali criteri di valutazione applicare non è, ovviamente, priva di conseguenze, atteso che le differenze tra i diversi metodi possono portare, in pratica, a risultati anche profondamente diversi.

Osserva R. Moro Visconti che *“l'utilizzo degli stessi criteri nella valutazione della società conferente e della società conferitaria, è di frequente applicazione e trae una sua (intuitiva) razionalità nell'esigenza di valutare entrambe le società con una metodologia omogenea, intrinsecamente idonea a garantire una comparabilità di valori ed un loro apprezzamento in termini relativi. Si tratta, peraltro, di un criterio non sempre applicabile e, talora, addirittura fuorviante, soprattutto se le società coinvolte operano in segmenti di business non esattamente sovrapponibili: in tal caso, l'applicazione di un identico metodo di valutazione, formalmente ineccepibile, sarebbe in pratica distortiva”*^[64].

In sostanza, gli amministratori nella loro relazione devono dar conto dei criteri utilizzati per determinare il sovrapprezzo tenendo conto dell'avviamento preesistente nella conferitaria che riflette un plusvalore di mercato rispetto al netto contabile della società stessa.

Sia l'azienda oggetto di conferimento, sia la conferitaria, devono essere valutate in funzione del loro patrimonio netto effettivo (di mercato); in tale ambito, il sovrapprezzo riflette il plusvalore della conferitaria non solo in senso assoluto (cioè anche in un'ipotesi stand alone, che prescinde dal conferimento) ma anche (soprattutto) relativo, rappresentando un “contrappeso” rispetto al netto conferito che tutela i soci storici della conferente.

Passando ora ad esaminare le problematiche relative ai conferimenti in favore di una SRL preesistente, si tratta di capire se, il fatto che l'articolo 2481 bis del Codice Civile, dopo l'entrata in vigore del decreto legislativo 12 gennaio 2019 n.14, possa essere

⁶³ Vedi anche, in conformità, la Massima I.G.27 del Comitato Interregionale dei Consigli notarili delle tre Venezie.

⁶⁴ In R. MORO VISCONTI, *Conferimenti d'azienda*, Maggioli Editore, 2011.

ancora inteso come non necessità di porre in essere alcun adempimento preliminare (nonché di controllo post aumento del capitale) in capo ad amministratori, sindaci e revisori legali della SRL stessa.

La questione che ha innescato la presente riflessione è l'introduzione nell'ordinamento dell'obbligo per tutti gli imprenditori in forma collettiva di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Pur ammettendo che un provvedimento di portata così significativa avrà bisogno di tempo per essere esaminato con completezza, bisogna rilevare che parte della dottrina ha già assunto posizioni molto nette; a tal proposito G. A. M. Trimarchi ha già avuto modo di far presente che, a suo modo di vedere, è *"indiscutibile che la nozione di "amministrazione" afferisca lato sensu al procedimento di formazione della volontà "interna" di un atto giuridicamente rilevante; e negli enti, in tutti gli enti, tale nozione è riferibile sia ad aspetti gestionali destinati a rimanere meramente interni perché a rilievo "meramente" corporativo, sia ad aspetti gestionali destinati ad avere rilievo esterno grazie alle (connesse) attività di rappresentanza degli "organi" dell'ente medesimo. Sotto questo profilo, la redazione dei progetti di rendiconto, di bilancio, di fusione, di scissione, il compito di redigere situazioni patrimoniali "straordinarie", le relazioni richieste ai fini della determinazione del sovrapprezzo in sede di aumento del capitale sociale ove prescritte, o in sede di trasformazione, appartengono alla categoria di attività gestionali in senso ampio non coincidenti con l'esercizio delle attività amministrative propriamente dette, ossia con quelle coincidenti con la direzione, il coordinamento e l'esecuzione degli affari sociali. La legge affida tale rilevante categoria di atti all'organo amministrativo"*^[65].

Altri^[66] hanno osservato che *"l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile, è quello già previsto dall'art. 2381 c.c. La formula assetti organizzativi, amministrativi e contabili può identificarsi in un complesso di regole che non solo definiscono a monte (a livello di governance) l'organizzazione societaria e i processi decisionali (chi decide, chi dichiara e chi controlla le decisioni assunte/dichiarate), ma che, altresì, identificano a valle (a livello operativo) le funzioni aziendali, le procedure ed i processi che consentono l'esecuzione delle decisioni, così da realizzare compiutamente e correttamente l'oggetto dell'iniziativa*

⁶⁵ G. A. M. TRIMARCHI, "Codice della crisi: riflessioni sulle prime norme", *Notariato*, n.2/2019.

⁶⁶ G. VERNA, "Strumenti per il nuovo assetto organizzativo delle società", *Le Società*, n.8-9/2019.

societaria” ed inoltre “il rispetto dell’obbligo di istituire un adeguato assetto è previsto dall’ordinamento giuridico non solo per cogliere i segni premonitori della crisi o addirittura dell’insolvenza, ma come regola di condotta di un gestore d’impresa che operi con la diligenza professionale richiesta dalla natura dell’incarico; pertanto l’inadempimento dell’obbligo, se causativo di un danno, può legittimare un’azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e, ricorrendo una culpa in omittendo, dei sindaci (artt. 2260, comma 2, 2381, comma 3, 2392, comma 1, e 2476, comma 1, c.c.)”.

Alla luce di tali pur preliminari considerazioni sembra di poter dire che, con l’entrata in vigore del Decreto legislativo 12 gennaio 2019 n.14, le pur autorevoli posizioni dottrinarie che facevano risalire alla più ampia autonomia privata i minori vincoli comportamentali in capo agli organi della SRL, possano forse essere riconsiderate – nel senso che – quanto meno per quanto riguarda l’universo delle società di capitali, si rendano indiscutibilmente estensibili anche ad amministratori, sindaci e revisori legali della SRL le prescrizioni di cui all’articolo 2441 - 6° co.

Diverso discorso invece si può fare con riferimento al dovere in capo agli amministratori della SRL conferitaria di controllare nei 180 giorni dall’iscrizione della società (o dell’aumento di capitale) le valutazioni contenute nella relazione giurata; nel senso che nella SRL, la maggior autonomia privata può condurre a regolare comportamenti, diritti e rapporti tra le parti in modo diverso da quanto previsto per la SPA all’articolo 2343 – 4° co. del Codice Civile.

Bisogna cominciare a considerare che, nel lasso di tempo che intercorre tra la data di riferimento cui si riferisce la relazione giurata e quella di esecuzione del conferimento, si possono verificare minusvalenze, o plusvalenze o sopravvenienze attive o passive, poiché l’attività esercitata con l’azienda nel frattempo prosegue; al momento del conferimento il valore del compendio aziendale può facilmente discostarsi da quello attestato.

Nella realtà dei fatti, la trattativa affrontata dalle parti le ha portato a definire il valore di conferimento (cioè sul corrispettivo della cessione); la gestione interinale dell’azienda può determinare il fatto che il *corrispettivo concordato*, in una logica commerciale, possa non coincidere più con il valore effettivo del bene trasferito.

La disciplina dell’articolo 2343 (e 2343 quater) del Codice Civile sembra consegnare alla società conferitaria uno straordinario strumento di tutela. L’articolo 2343 -4° co. ri-

mette agli amministratori di questa la verifica/revisione dei valori sulla base dei quali è avvenuto il conferimento, riconoscendo a tale parte contrattuale una sorta di sintetica garanzia *ex lege*, relativa al valore del bene conferito; inoltre attribuisce alla medesima parte il diritto di annullare le azioni assegnate al conferente che risultano scoperte a seguito della revisione unilaterale del valore.

Occorre tener conto che:

- la minusvalenza che consente agli amministratori di attivare il procedimento di *adeguamento del corrispettivo* ex articolo 2343 – 4° co. è solo quella almeno pari al 20%, del valore stimato dal perito; restano a carico della società conferitaria/acquirente le minusvalenze inferiori;
- la data di riferimento per il controllo dei valori è quella della sottoscrizione delle azioni; la verifica può accertare solo le minusvalenze occorse fra la data di riferimento della perizia di stima e la data di esecuzione del conferimento. Le minusvalenze verificatesi successivamente, anche se determinate da fatti o cause anteriori, restano a carico del patrimonio sociale, e l'eventuale riduzione del capitale che ne può conseguire, per perdite, finisce per gravare proporzionalmente su tutti i soci.

I motivi che impongono la revisione sono legati alla sopravvalutazione dei conferimenti in natura operata dall'esperto^[67], determinata da errori di valutazione^[68], ma più facilmente da minusvalenze sopravvenute, ovvero da riduzione dei valori intervenuta fra la data di riferimento della stima e l'atto di conferimento.

In ogni caso si tratta di minusvalenze, intese nel senso di differenza intervenute nel valore dei beni e diritti compresi nell'elenco contenuto nella relazione di stima *ex arti-*

⁶⁷ Osserva a tal proposito R. MORO VISCONTI che "se e nella misura in cui tali valutazioni si basano non solo su dati patrimoniali storici ma anche – come appare normale, nell'ambito della valutazione di un'azienda in funzionamento – su elementi prospettici (budget economico finanziario a breve; business plan pluriennale ...), sarà opportuno effettuare anzitutto un confronto tra le previsioni a suo tempo utilizzate dal perito e i dati consuntivi", in: R. MORO VISCONTI "Revisione semestrale della stima del conferimento nelle S.P.A.", Impresa Commerciale Industriale, n.5/2005.

⁶⁸ Nel medesimo contributo, l'autore ricorda che "esaminare i piani strategici, industriali e finanziari, e riferire sulle proiezioni di maggior rilievo significa anche, in molti casi, riesaminare in chiave critica qual è l'effettivo valore dell'azienda ricevuta in conferimento. La prevedibile evoluzione della gestione non dovrebbe invece influenzare più di tanto l'atto ricognitivo della stima del conferimento, in quanto esso va fatto – come più volte affermato – "ora per allora"; in realtà, non mancano inevitabili sovrapposizioni, atteso che la stima dell'atto del conferimento si basa anche su proiezioni future che in sede di atto ricognitivo in parte sono divenute "storia": sottile è qui la distinzione tra proiezioni diventate "storia" che erano prevedibili (con il solito "senno di poi") ed eventi imponderabili in sede di conferimento, che solo dopo (talora anche oltre i 180 giorni) sono divenuti noti".

colo 2343 del Codice Civile⁶⁹.

Si tende ad escludere, anche mediante richiamo al principio di buona fede e correttezza, che gli amministratori possano discostarsi dai criteri di valutazione prescelti dal perito; ciò significherebbe, infatti, realizzare una nuova stima, per la quale occorrerà procedere alla nomina di un nuovo esperto.

È per contro ammissibile un patto che imponga, anche convenzionalmente, di procedere alla revisione avvalendosi dei medesimi criteri scelti dall'esperto; non sembra legittimo, invece, un patto con il quale si conviene l'adozione di diversi criteri.

Inoltre, qualora la minusvalenza sia inferiore al quinto, è anche ammissibile che le parti concordino convenzionalmente un obbligo di conguaglio a carico del conferente⁷⁰. In caso di SPA conferitaria, ove sorga un contrasto tra amministratori della conferitaria e conferente (od i suoi amministratori), la tutela del dante causa di fronte a svalutazioni ritenute non corrette è affidata:

- fino al quinto del valore, all'irrelevanza della svalutazione;
- oltre il quinto, al diritto di recesso di cui all'ultimo comma dell'articolo 2343.

In caso di conferimento in SRL, la questione della tutela a fronte del rischio di minusvalenze o di sopravvenienze passive rispetto ai valori risultanti dalla relazione di stima di cui all'articolo 2465 del Codice Civile si presta a soluzioni diverse da quelle dettate per la SPA.

A prima vista, si può ritenere che la scelta di non riproporre (o di non imporre) normativamente anche nella SRL la revisione della relazione di stima comporta per conseguenza di porre a carico del patrimonio sociale, e quindi di tutti i soci, l'eventuale minusvalenza del valore del conferimento, indipendentemente dal fatto che si tratti di situazione originaria (cioè determinata da erronea valutazione) o sopravvenuta (in

⁶⁹ Che la revisione tragga spunto da errori rilevati o da sopravvenienze della gestione, si pone il problema di quale porzione ideale del netto deve essere colpita per effetto della riduzione del valore del conferimento; a tal proposito R. MORO VISCONTI, nel ritenere che la falciatura debba interessare l'incremento del capitale sociale a servizio del conferimento, osserva che "a favore dell'imputazione esclusivamente all'incremento di capitale a servizio del conferimento, gioca la considerazione che il sovrapprezzo incorpora l'apprezzamento dell'avviamento della conferitaria, che non è soggetto a revisione della stima (in quanto non fa parte del netto conferito, anche se con esso viene a mescolarsi, per effetto del conferimento), né è da ritenersi responsabile di una minusvalenza imputabile esclusivamente al ramo conferito, al momento del conferimento"; in: R. MORO VISCONTI, "Revisione semestrale della stima del conferimento nelle S.P.A.", Impresa Commerciale Industriale, n.5/2005; per contro, la tesi della necessitata riduzione del capitale non è di comune condivisione nella dottrina.

⁷⁰ È previsto dall'art. 2343 che il conferente possa versare la differenza in denaro; tale ipotesi può essere prevista nel contratto anche qualora, nelle more del processo di conferimento, alcune grandezze mutino di valore.

quanto successiva alla data di riferimento della relazione di stima, anche se precedente alla data di esecuzione del conferimento).

Tal che la dottrina ne desume che i soci di SRL, diversi dal conferente, risultano maggiormente esposti ai rischi paventati rispetto a quelli di una SPA, la cui disciplina imperativa, come visto, assicura una qualche forma di tutela, anche se imperfetta; per converso ne risulta favorito il conferente, poiché il rischio di minusvalenza, anche se superiore al quinto del valore periziato, non rimane a suo esclusivo carico.

È allora l'autonomia privata che deve assumersi l'onere di concordare regole di protezione del patrimonio Sociale, nell'interesse dei soci diversi dal conferente; in tal caso, il vantaggio è proprio quello di non dover necessariamente subire i limiti convenzionali prefissati da una disciplina legale imperativa.

La libertà negoziale si estende sino alla possibilità di disciplinare a livello statutario le procedure di revisione ed i rischi di minusvalenza, oppure negoziare convenzionalmente, di volta in volta, tali questioni.

È stato osservato che debbano quindi ritenersi legittime pattuizioni che:

- a) prevedano e disciplinino la revisione del valore di conferimento, per accertare eventuali sopravvalutazioni originarie o minusvalenze sopravvenute alla data di esecuzione;
- b) limitino l'aggiustamento solo alle variazioni dei dati contabili o economico/finanziari alla data di esecuzione del conferimento;
- c) limitino gli aggiornamenti a determinate poste di bilancio;
- d) fissino i criteri di valutazione in sede di revisione;
- e) fissino franchigie o soglie di rilevanza convenzionali;
- f) attribuiscono ad un terzo indipendente, in funzione di arbitratore, l'incarico di effettuare la revisione.

In linea in un certo senso astratta, tutte le considerazioni che precedono valgono anche quando il conferimento d'azienda venga posto in essere in una situazione diversa da un'operazione di mercato.

Invero, in un contesto di riorganizzazione interna, si può ritenere di norma più facile conseguire un assetto tra conferente e conferitaria che soddisfi le esigenze di entrambe. In senso prudenziale e nell'interesse degli amministratori di entrambe le società (con-

ferente e conferitaria) sarebbe anche ipotizzabile di richiedere all'esperto di verificare la mera assenza di *badwill*, procedendo al semplice recepimento da parte della conferitaria degli elementi contabili precedentemente in capo alla conferente ed evitando l'evidenziazione di qualsiasi bene immateriale.

In alternativa, anche quando si ritenesse di dar evidenza della presenza nel patrimonio conferito di attitudini od anche assets immateriali, la necessità di garanzia verso i terzi potrebbe far decidere per un prudenziale mix tra incremento del capitale sociale e sovrapprezzo.

2.3. DIFFERIMENTO DEI TERMINI DI EFFICACIA DEL CONFERIMENTO

Il Legislatore della riforma del 2003 ha concepito la nozione di conferimento nella SRL mutuandola della disciplina dell'articolo 2247 del Codice Civile, in materia di società in nome collettivo.

In questo senso, ha richiesto due caratteristiche per la legittimità del conferimento:

- i. che si tratti di un elemento dell'attivo e che
- ii. sia un'entità suscettibile di valutazione economica.

In questa logica, l'interpretazione prevalente della dottrina è che sia oggetto di conferimento ogni elemento utile per il proficuo svolgimento dell'attività sociale d'impresa. Per contro, se *ante* riforma, non si reputavano imputabili a capitale entità patrimoniali non acquisibili in via immediata ed integrale all'atto della sottoscrizione, oggi la casistica delle entità conferibili sembra notevolmente ampliata arrivando a ricomprendere, oltre ai diritti reali e personali di godimento, anche prestazioni in tutto od in parte coincidenti con prestazioni di *facere*, non *facere*, rinunce a diritti esercitabili nei confronti della società od anche contratti di ogni tipo e genere e prestazioni ad efficacia differita od a termine ecc.^[71].

Ciò ha tra l'altro portato all'apertura, con riferimento alle SRL, alla possibilità che oggetto di conferimento siano anche prestazioni d'opera o di servizi a favore della società (articolo 2464 - 6° co.).

Questa apertura ha riaperto il dibattito dottrinario su quella che è la funzione del ca-

⁷¹ In senso conforme A. MAFFEI ALBERTI, "Commentario breve al diritto societario", Cedam 2011.

pitale; esso sembra avere oggi, con opinione ampiamente condivisa, lo scopo di creare un vincolo di indisponibilità sopra una parte del patrimonio, così da giungere alla conclusione che “*sia sufficiente che a fronte di qualsiasi utilità conferita e portata a capitale sussista fin dal conferimento un elemento patrimoniale di valore corrispondente ed effettivo a prescindere dal fatto che si tratti o no della stessa utilità conferita*”^[72]. Per contro, la Suprema Corte (Cass. 19 ottobre 2007, n. 22016) ha avuto modo di affermare che la deliberazione di aumento del capitale esprime la volontà sociale di acquisire nuovo capitale di rischio, ma non implica che tale capitale sia effettivamente acquisito (neppure sotto forma di credito per la riscossione dei relativi versamenti) fin quando la deliberazione stessa abbia avuto effettiva esecuzione, ossia fino al momento in cui i soci titolari del diritto di opzione (o eventualmente i terzi, se il diritto di opzione non venga esercitato) abbiano sottoscritto l’aumento di capitale deliberato. Dal punto di vista del socio, ciò sta a significare che, indipendentemente dall’aver egli concorso o meno col proprio voto alla deliberazione di aumento del capitale, è solo per effetto di una successiva e ben distinta manifestazione di volontà, consistente appunto nella sottoscrizione della quota parte del nuovo capitale offertogli in opzione, che egli assume verso la società il relativo obbligo di versamento, ove non vi abbia già provveduto per intero contestualmente alla sottoscrizione stessa.

Con la massima H.G.12 il Comitato interregionale dei Consigli notarili delle tre Venezie ha sancito che “*è legittimo apporre all’atto di sottoscrizione di un aumento di capitale, anche nel caso che sia previsto un sovrapprezzo o il conferimento non avvenga in denaro, un termine iniziale o una condizione sospensiva, purché detti termine o condizione esauriscano il loro effetto anteriormente al termine concesso dalla delibera per l’esercizio del diritto di sottoscrizione.*”

Non risulta invece legittimo apporre un termine iniziale od una condizione sospensiva al solo atto di conferimento a fronte di una sottoscrizione immediata, in quanto i due momenti devono coincidere. È così ad esempio possibile sottoscrivere un aumento di capitale mediante conferimento di un’azienda apponendo, per motivi di semplificazione contabile, a detta sottoscrizione un termine iniziale coincidente con l’inizio di un mese solare, ovvero sottoscrivere un aumento di capitale scindibile con la condizione

⁷² G. CIAN, A. TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile*, Cedam 2020.

sospensiva che entro i termini di sottoscrizione dell'intero aumento sia esercitata l'opzione dagli altri soci.

Finché l'atto di sottoscrizione non è divenuto efficace non è possibile depositare nel registro delle imprese per l'iscrizione l'attestazione che l'aumento di capitale è stato eseguito ai sensi dell'art. 2444 c.c.”

2.4. CONCLUSIONI - SPUNTI OPERATIVI PER UNA GESTIONE PROFESSIONALE E COLLABORATIVA DEL CONFERIMENTO D'AZIENDA

Come abbiamo visto, diverse sono le figure chiamate a porre in essere attività e comportamenti, scaturenti da obblighi di legge, ogniqualevolta si realizza un conferimento d'azienda, in sede di costituzione di società o di aumento di capitale.

In primis gli amministratori della conferitaria, il soggetto conferente (o gli amministratori della società conferente), i collegi sindacali ed i revisori legali delle due società, ma anche i soci della conferente ed infine l'esperto stimatore chiamato a predisporre la relazione giurata.

Tutto poggia sul concetto, per la società conferitaria, di essenzialità riguardo all'oggetto da apportare; questo è il fondamento stesso che regge la limitazione o l'esclusione del diritto d'opzione nel caso di operazioni di mercato e nel contempo la causa, il motivo stesso dell'operazione, in caso di riorganizzazione interna di un medesimo imprenditore.

La continua evoluzione normativa costringe tutte le volte gli interpreti a ricercare il contesto più razionale attraverso cui dare attuazione al corpo giuridico esistente; è ciò che viene chiamato il diritto vivente.

Quando nel 2003 il Legislatore della riforma si propose di dar (finalmente) attuazione al proposito di costruire un sistematico corpo normativo per le società capitalistiche di piccole dimensioni od a ristretta base societaria, non erano neanche lontanamente immaginabili i danni che un decennio di stagnazione economica avrebbero di seguito fatto registrare.

La dottrina della liberazione dai vincoli troppo stringenti, l'accondiscendenza verso realtà economiche a base familiare che a fatica cercavano di evolvere il loro modello d'impresa e che venivano caricate di vincoli e formalità giustificabili per aziende ben

più sviluppate, hanno portato a comportamenti anche assai pericolosi per il tessuto economico-imprenditoriale, nel suo complesso.

Oggi il *mood* è cambiato, agli imprenditori vengono richiesti comportamenti professionali, statuendo per loro l'obbligo di costruire un adeguato assetto organizzativo, amministrativo e contabile coerente con la realtà economica dell'impresa che dirigono, basato su una ripartizione di compiti operativi e di controllo e sul principio dell'agire informati.

Allo stesso modo, anche ai professionisti che, con i diversi ruoli che possono essere previsti, affiancano l'imprenditore nei ruoli di controllo o di assistenza.

In occasione di un'operazione di conferimento a tutte queste figure la legge assegna degli obblighi o dei compiti.

Pur nella distinzione dei rispettivi ruoli, le informazioni devono divenire *patrimonio comune* di tutti i soggetti coinvolti e sempre più si rende opportuno definire preventivamente diritti e doveri delle parti coinvolte ed eventuali rimedi in caso l'oggetto del conferimento (anche per forza di cose) perisca od anche solo subisca mutazioni fisiologiche, date dal fatto il passare del tempo modifica le situazioni.

Volendo esemplificare uno cronoprogramma da rispettare in caso di conferimento, si potrebbe pensare al seguente schema logico:

1. in caso di operazione di mercato: inizio dei colloqui tra le parti al fine di definire le quote di partecipazione dei vari soci ed il valore dei rispettivi conferimenti;
2. in caso di operazioni di riorganizzazione: ideazione del piano di riorganizzazione da attuarsi per mezzo di spostamento di complessi aziendali;
3. in caso di conferimento dell'intera azienda: verifica che nello statuto della conferente, all'oggetto sia compresa l'attività tipica delle holding di partecipazioni ed il loro eventuale coordinamento;
4. in caso di conferimento da eseguirsi in una SPA: inoltrare alla cancelleria della volontaria giurisdizione del Tribunale competente per territorio (di solito, in funzione della sede legale del conferente), l'istanza di nomina dell'esperto stimatore;
5. in caso di conferimento in SRL: nomina del revisore legale (il potere di nomina,

anche in funzione delle regole statutarie del conferente, può competere agli amministratori o ai soci);

6. incontro tra i conferenti ed il soggetto designato per redigere la perizia di conferimento, al fine di illustrare l'operazione che si intende eseguire e chiarire le diverse problematiche di ordine civilistico e fiscale che originano dall'operazione di conferimento;
7. comunicazione da parte del soggetto designato di accettazione dell'incarico di redigere la relazione asseverata;
8. in caso di aumento di capitale in una SPA: riunione di consiglio di amministrazione della società conferitaria per stendere la relazione *ex* articolo 2441 – 6° co del Codice Civile dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o limitazione del diritto d'opzione, le ragioni che rendono opportuno il conferimento d'azienda (o di ramo) da parte del conferente (anche estraneo alla compagine azionaria) ed i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione; consegna (il codice civile usa il termine "comunicazione") della relazione al collegio sindacale od al consiglio di sorveglianza ed al soggetto incaricato della revisione legale almeno 30 giorni prima di quello fissato per l'assemblea;
9. in caso di aumento di capitale in SRL: la predisposizione della relazione non è prevista dall'articolo 2481 *bis* del Codice Civile, anche se potrebbe essere consigliabile adottare la medesima procedura prevista per la conferitaria SPA (alla luce del principio dell'agire informato che costituisce un corollario dell'onere di adottare un sistema organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla realtà aziendale);
10. in caso di aumento di capitale in SPA ed eventualmente in caso di SRL: entro i 15 giorni da quello fissato per l'assemblea il collegio sindacale deve esprimere il suo parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni;
11. in caso di aumento di capitale ed a seconda delle prescrizioni statutarie: convocazione del consiglio di amministrazione della conferitaria per deliberare la data di convocazione dell'assemblea;
12. giuramento avanti la cancelleria del Tribunale o notaio della perizia di valutazione;
13. sul lato della società conferente: riunione dei soci in assemblea per deliberare

- l'operazione di conferimento dell'azienda (o del ramo) con conseguente conferimento di potere di rappresentanza; ai soci dissenzienti spetta il diritto di recesso;
14. in caso di aumento di capitale in SPA ed eventualmente in caso di SRL: la relazione degli amministratori della conferente, il parere di congruità rilasciato dal collegio sindacale e la relazione asseverata dal professionista designato devono rimanere depositati presso la sede della conferitaria nei 15 giorni che precedono l'assemblea;
 15. in caso di costituzione di una società destinataria dei conferimenti di compensi aziendali: riunione dei soci fondatori per la stipula dell'atto costitutivo della società;
 16. in caso di aumento di capitale in società già esistente: svolgimento dell'assemblea straordinaria e delibera di aumento del capitale sociale (con fissazione del prezzo di emissione) con liberazione delle azioni o quote attraverso il conferimento in natura; in caso di SRL, ai soci dissenzienti spetta il diritto di recesso;
 17. in caso di aumento di capitale in una SPA: nel termine di 180 giorni dall'iscrizione della società o dell'aumento di capitale, gli amministratori della conferitaria devono controllare le valutazioni contenute nella relazione asseverata e – se sussistono fondati motivi – devono procedere alla revisione della stima; in questa eventualità è possibile che gli amministratori chiedano all'esperto designato una revisione della perizia o procedano ad eseguire valutazioni in proprio, adottando i medesimi metodi e criteri adottati dall'esperto; la procedura che precede è prevista dal Codice Civile per il solo aumento di capitale ma si ritiene applicabile a tutti gli effetti anche a seguito di una costituzione con conferimenti in natura;
 18. in caso di aumento di capitale in SRL: l'adozione della procedura di controllo non è prevista dall'articolo 2464 del Codice Civile, anche se potrebbe essere consigliabile adottare la medesima procedura prevista per la conferitaria SPA (alla luce del principio dell'agire informato che costituisce un corollario dell'onere di adottare un sistema organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla realtà aziendale); la medesima procedura si rende consigliabile anche in caso di costituzione con conferimenti in natura;

19. in caso di aumento di capitale in una SPA: se risulta che il valore effettivo del compendio conferito è inferiore di oltre il 20% a quello al quale è avvenuto il conferimento, il conferente può optare tra versare la differenza in denaro o recedere dalla società; in mancanza di una di queste decisioni, gli amministratori della società conferitaria deve essere convocata l'assemblea per ridurre proporzionalmente il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte;
20. in caso di aumento di capitale in una SRL: se risulta che il valore effettivo del compendio conferito è inferiore a quello al quale è avvenuto il conferimento, il Codice Civile non prevede un automatico obbligo di reintegro del conferimento ed allora si rimanda all'autonomia degli accordi tra conferente e società per ovviare alla situazione verificatasi.

3 I METODI DI VALUTAZIONE NEL CONFERIMENTO

Francesco **Santori**

Introduzione

La caratteristica di un'azienda è quella di essere un ente destinato a durare nel tempo. Proprio per questo motivo, risulta essere molto spesso oggetto di valutazione.

Le valutazioni possono essere richieste sia dai soggetti che interni all'azienda sia da altri individui che, per le ragioni più svariate, sono portatori d'interessi relativi all'attività della stessa.

In periodi difficili come quelli che stiamo vivendo, si rende necessario, ancora di più, ancorarsi alla tecnica per poter superare, o meglio per cercar di superare, le impasse tecniche che si presentano nella redazione delle perizie. L'avvento della pandemia, derivante dall'esplosione del virus SARS-CoViD19, con i conseguenti *lockdown*, stanno lasciando tracce indelebili nell'economia mondiale. Tralasciando volutamente i funesti effetti sociali del virus, non attinenti alla redazione del presente lavoro e concentrandosi solo sulla valutazione d'azienda, possiamo dire che anche quest'ultima risente del periodo. Le valutazioni infatti sono dettate da esigenze conoscitive, e come tali, non possono esimersi dal *cercare* di valorizzare i benefici economici ritraibili dall'entità oggetto di valutazione.

Come abbiamo accennato, le valutazioni d'azienda, soddisfano un bisogno conoscitivo di valore, che può essere originato da vari soggetti, ad esempio, da:

- i. dai soci di minoranza, il cui interesse è rivolto a conoscere il valore del proprio investimento, per valutarne rendimento o a tutela dei propri interessi;
- ii. dall'erario, in caso di operazioni straordinarie, quale soggetto interessato all'imponibile che si può generare e, non infrequentemente, alla tassazione che sorge in capo al socio cedente; oppure, sempre più spesso, all'imponibile che si genera con legge di rivalutazione dei beni o delle quote sociali;
- iii. da specifiche normative civilistiche, le quali in più di una circostanza chiedono al perito di redigere una relazione giurata ed indipendente al fine di avere un documento che possa rappresentare una garanzia per la soddisfazione de-

gli interessi delle categorie appena citate^[73];

- iv. dagli stessi *shareholders*, che richiedono una perizia al fine di conoscere il valore della propria società, o per fini interni legati alla definizione di strategie, per fini gestionali, oppure, per conoscere il valore di una potenziale operazione di aggregazione.

Alla base del processo valutativo si pone la dimostrabilità e la concretezza degli assunti stessi. La dimostrabilità dell'assunto è un fattore discriminante, nel momento in cui venga utilizzato un arco temporale particolarmente esteso e\o che determina dei risultati mai raggiunti in passato.

È sempre valido l'adagio che più ampio è il periodo di stima e maggiore è il margine di errore nella stima del capitale economico.

Il processo di stima si basa sui piani forniti dall'azienda e che dovrebbero essere revisionati dal perito^[74] e, qualora, questo non sia d'accordo con quanto espresso dalla società, il perito dovrebbe avere, quanto meno, contezza delle assunzioni fatte dall'azienda e, una volta fatte proprie, cercare un metodo valutativo coerente con i dati ed il valore risultante. Quindi, la scelta di un metodo valutativo rispetto ad un altro incide sulla formazione del valore. Il fine della perizia, per la determinazione del capitale economico, dunque, concorre a determinare il metodo stesso alla base del processo valutativo. Se l'orizzonte temporale è di breve-medio termine, si tende a preferire, a parità di altre considerazioni, i metodi reddituali e misti. Per orizzonti temporali più lunghi, sempre che siano concreti e dimostrabili, il perito dovrebbe tenere in considerazione metodologie valutative che ottimizzano maggiormente l'arco temporale considerato e gli assunti alla base di esso. Questo viene fatto con lo scopo di poter valutare l'azienda a fronte di un arco temporale più lungo e, quindi, produrre delle ipotesi su livelli di performance ancora da raggiungere, ma ben sostenuti dalle ipotesi fornite dal perito. In generale, indipendentemente dai fini per i quali la perizia è volta, occorre sempre che il perito segua un percorso logico e convincente, che sia dimostrabile e ripercorribile a

⁷³ Si pensi, ad esempio, alle valutazioni richieste, in sede di redazione di bilancio per i soggetti IFRS *compliant*.

⁷⁴ Fondamentale, nel processo di stima, è la revisione degli assunti alla base del piano ultrannuale. Tali piani risultano maggiormente efficaci, statisticamente, se, all'interno della società sono presenti gli organi di controllo e il controllo di gestione.

ritroso oltre che oggettivamente accettabile, dimostrando così di essere quanto più indipendente possibile e, dunque, minimizzare la soggettività legata all'aspetto valutativo. Quindi, in un'ottica di sintesi, cercando di estrarre gli aggettivi dalle considerazioni sopra riportate, possiamo affermare che il perito dovrebbe attuare una metodologia che sia:

- (i) **dimostrabile**, dunque gli assunti utilizzati dal perito siano verificabili da terzi e replicabili; ovvero, il perito dovrebbe utilizzare delle metodologie conosciute in dottrina e, quindi per definizione, neutrali. Inoltre, tali metodologie devono essere replicabili anche da altri soggetti, ovvero il processo valutativo deve essere ripercorribile da terzi;
- (ii) **razionale**, come sinonimo di chiaro, logico e condivisibile;
- (iii) **neutrale** (per quanto più possibile); la soggettività è intrinseca nella valutazione d'azienda, pertanto, occorre che il processo di stima sia slegato da episodi o fatti contingenti e temporanei. Nel processo di stima diventa essenziale che vengano limitate le componenti discrezionali.

In altri termini, valutare un'azienda significa seguire un processo logico, chiaro, condivisibile e razionale, il quale è finalizzato alla stima del valore dell'entità attraverso l'impiego di metodi di valutazione. L'utilizzo di un metodo rispetto ad un altro porta, inevitabilmente, all'espressione di valori diversi tra loro. In funzione di quanto detto, diventa importante scegliere il metodo valutativo più appropriato.

La scelta del corretto metodo valutativo non può prescindere da alcuni aspetti, quali:

-) il settore dove l'azienda opera;
-) la disponibilità di dati e informazioni verificate, piani aziendali attendibili;
-) la presenza in azienda di sistemi di controllo di gestione e/o di sistema di controllo interno;
-) adeguatezza del sistema informativo aziendale (questo è importante sia ai fini valutativi che di accountability e/o compliance aziendale).

Relativamente ai metodi di valutazione possiamo distinguere, tra quelli basati sull'approccio al calcolo:

- (a) **Patrimoniali**
- (b) **Reddituali**
- (c) **Finanziari**

(d) **Misti**

(e) **Moltiplicatori**

3.1 IL METODO PATRIMONIALE

Il metodo patrimoniale stima il valore aziendale in base al valore corrente del patrimonio netto. In sostanza, la sua corretta applicazione richiede, nella prospettiva di funzionamento aziendale, la quantificazione del *valore di ricostituzione del patrimonio*. In altri termini, nel metodo patrimoniale, bisogna confrontare ogni singolo elemento dello Stato Patrimoniale il quale viene espresso al valore corrente o al valore di sostituzione. Alla data della stima occorre confrontare ogni singolo elemento dell'Attivo e del Passivo (eccezion fatta per il Patrimonio Netto) con i valori di sostituzione; rettificandoli, qualora la valutazione lo richieda, con i valori correnti o di mercato. In aggiunta, occorre considerare le *plus\minus* valenze che si possono generare a seguito della rettifica e dei rispettivi effetti fiscali, al fine di ottenere un Capitale Netto Rettificato (CNR).

In particolare:

Capitale Netto Contabile (CNC)

- +/- Rettifica dei valori dell'attivo e del passivo, riesprimendoli a valori "correnti";
 - +/- Integrazione del CNC con le eventuali plusvalenze e\o minusvalenze emergenti;
 - +/- Stima degli eventuali effetti fiscali sui cespiti legati alle *plus\minus* determinando i c.d. "Oneri Fiscali Potenziali";
- = Capitale Netto Rettificato (CNR).

3.1.1 Le versioni del metodo

La determinazione del Capitale Netto Rettificato, a seguito del processo di stima, deve comprendere anche il valore di eventuali beni immateriali, che siano già contabilizzati oppure no, ma in entrambi i casi devono essere oggetto di un'autonoma valutazione. La discriminante per il bene immateriale per l'assunzione di una valenza economica e, quindi, di una autonoma valutazione, è che questo abbia le seguenti caratteristiche:

- sia *scindibile* dall'azienda che lo possiede, senza che questo comprometta l'atti-

- vità aziendale (venga garantita quindi la continuità);
- possa essere oggetto di *autonoma valutazione*;
 - sia *frutto di costi* sostenuti nel tempo.

In considerazione di quanto sopra espresso, il metodo patrimoniale si distingue in due approcci, che differiscono nel fatto che i beni immateriali possano essere o meno valutati autonomamente, secondo quanto sopra scritto. I due approcci si possono sintetizzare nel metodo:

1. *Patrimoniale Semplice* (non considera gli intangibili);
2. *Patrimoniale Complesso* (considera gli intangibili).

Il metodo *Patrimoniale Complesso*, a sua volta, può considerare solamente i beni intangibili contabilizzati oppure anche quelli non contabilizzati, distinguendosi così in:

- 1° grado: relativo, esclusivamente, ai beni immateriali contabilizzati;
- 2° grado: relativo a tutti i beni immateriali, contabilizzati e non contabilizzati.

Ad esempio, un bilancio redatto in base al c.d. criterio del “*fair value*” dovrebbe già evidenziare il patrimonio netto contabile come espressione di un valore che sia approssimativamente simile al valore aziendale ottenibile con il metodo patrimoniale, con la sola eccezione relativa agli *Oneri Fiscali Potenziali* (OFP).

Elemento caratterizzante di tale metodo è che si basa:

- (a) su un *orizzonte temporale indefinito*;
- (b) può tenere conto anche dei *beni intangibili* ancorché essi *non siano iscritti* a bilancio (pur rispettando i principi generali di valorizzazione sopra espressi); si basa sul prezzo di acquisizione dei singoli elementi che compongono il valore.

Nonostante la sua semplicità di calcolo e l'immediatezza del valore, il metodo in questione ha subito diverse critiche dalla dottrina, seppur presenti un pregio indiscutibile e di immediata verifica: *l'oggettività*. Parimenti, il metodo in parola presenta delle lacune che lo rendono adatto a rappresentare il valore aziendale solo in alcuni specifici casi. I punti di debolezza del metodo sono da ascrivere principalmente al fatto che:

-) non prende in considerazione i benefici economici futuri ritraibili dall'attività nel suo complesso, ma solo il valore in un determinato momento;

-) la valorizzazione dell'intero compendio aziendale è ottenuta come una mera somma di singoli valori dei cespiti. Vale a dire, il metodo somma i valori dei singoli cespiti come se fossero completamente slegati tra loro all'interno del processo aziendale.

Per sintesi, elenchiamo di seguito i principali criteri di valutazione di cui la metodologia fa uso per valutare i singoli componenti il patrimonio aziendale.

DESCRIZIONE ASSET PATRIMONIALI	CRITERI DI VALUTAZIONE
Beni destinati alla vendita	Valore di mercato
Magazzino	Valore corrente
Beni strumentali (tangibili/intangibili)	Costo di ricostruzione a nuovo o valore economico
Crediti e Debiti	Valore netto di presunto realizzo o estinzione
Partecipazioni (patrimonio della controllante)	Patrimonio Netto
Debiti	Valore di estinzione

La corretta applicazione del metodo in questione passa, inoltre, dalla quantificazione delle eventuali differenze di valore (plus/minus) che possono emergere dalla conversione dei valori contabili in valori correnti. A tal proposito, a seconda dei casi, potrebbero emergere delle differenze, anche notevoli tra i valori contabili e i valori correnti. Gli effetti di tali differenze potrebbero essere mitigati dalle rettifiche, dalle quali scaturiscono possibili risvolti fiscali (OFP). La decisione di prendere in considerazione la variabile fiscale, per la determinazione degli *Oneri Fiscali Potenziali* (OFP), è frutto di una scelta del perito, che dovrebbe tener conto: (i) del *mercato* nel quale la società opera, (ii) della tipologia *dell'entità* oggetto di valutazione, a cui vengono apportate le dovute rettifiche e (iii) del *momento storico* nel quale si trova la società⁷⁵ (per esempio presenza di leggi rivalutative sul bene oggetto di valutazione). Resta il fatto che, la scelta di utilizzare nel metodo patrimoniale la variabile fiscale dipende, comunque, dal corretto utilizzo delle tre variabili sopra indicate; a maggior ragione è importante, una

⁷⁵ Si pensi ad esempio alla legge di rivalutazione dei beni e delle partecipazioni sociali, Il Decreto Legge n. 104, recante «*Misure urgenti per il sostegno e il rilancio dell'economia*» (il "Decreto" o "Decreto di Agosto"), pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale lo scorso 14 agosto 2020, ripropone la rivalutazione dei beni di impresa con un'aliquota dell'imposta sostitutiva particolarmente vantaggiosa (3%) nel caso si opti per il riconoscimento fiscale dei maggiori valori che dovranno essere iscritti nel Bilancio di esercizio al 31 dicembre 2020.

volta stimato il valore corrente del cespite, scegliere un'aliquota adeguata. L'aliquota può essere piena oppure più bassa fino alla graduale disapplicazione della stessa. Questa attenzione è sempre più utilizzata nelle valutazioni fatte dai periti e, non di rado, l'aliquota utilizzata è quella ridotta per la stima degli OFP. Applicare un'aliquota fiscale non tenendo in considerazione gli aspetti sopra elencati, potrebbe portare ad una sottostima degli OFP e quindi ad una sopravvalutazione del valore dell'entità valutata. Si può affermare, infatti, che ogni valutazione ha bisogno di una particolare attenzione, perché la situazione varia caso per caso, con riferimento alla tematica degli OFP. Inoltre, l'aliquota da utilizzare è variabile a seconda dei beni che sono oggetto di valutazione e della fattispecie che è oggetto della perizia.

In generale, si deve rilevare come: l'osservazione di casi concreti, negli anni, ha portato la dottrina aziendalistica a privilegiare l'uso di *un'aliquota ridotta* rispetto a quella normale. L'applicazione pratica del metodo patrimoniale semplice viene espressa dalla formula sotto indicata, tenendo a mente che tale metodo considera solo i beni materiali e gli oneri ad utilità pluriennale, che risultano dalla situazione contabile.

Questa metodologia può pertanto esprimersi attraverso la seguente formula:

$$W = K + (R_t - I)$$

dove:

W = Valore del Capitale Economico dell'azienda

K = Patrimonio Netto Contabile

R_t = Rettifiche del Patrimonio Netto Contabile

I = Effetto Fiscale delle Rettifiche

Come già indicato, per effettuare le rettifiche al patrimonio netto contabile occorrerà tenere conto dei seguenti aspetti:

Valore di presumibile realizzo per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi (ad es. il magazzino delle merci);

Valore di sostituzione o valore economico per gli elementi a realizzo indiretto (es. immobilizzazioni materiali, immateriali *quando suscettibili di autonoma valutazione*);

Valore economico per le partecipazioni operative, quindi non destinate al realizzo immediato.

Valore di presunta estinzione si applica agli elementi afferenti al passivo patrimoniale.

L'applicazione del metodo risulta una semplice somma algebrica di valori attivi e passivi. Il metodo che si sta descrivendo è coerentemente utilizzabile in quelle aziende che svolgono un'attività dove il ciclo economico non è correlato con i benefici economici futuri attesi dall'entità. È un metodo utilizzato spesso nelle Holding di partecipazione oppure nelle società immobiliari. Tenete però a mente, che tale metodo è sì *di agevole comprensione* ma non altrettanto *di facile e immediata applicazione*.

Abbiamo detto che tale metodo può essere utilizzato per valutare le società immobiliari o le holding di partecipazione.

Occorre però aver chiaro che tale metodologia patrimoniale può creare delle *impassive valutative*. Ne prendiamo in considerazione due: i) questo tipo di valutazione aziendale potrebbe *sovrastimare il valore aziendale*, sottostimando gli Oneri Fiscali Potenziali oppure ii) ci potrebbero essere dei problemi per quanto riguarda *la valutazione delle partecipazioni finanziarie*.

Nell'esempio sotto riportiamo una situazione economico patrimoniale (semplificata) di una impresa individuale che si trasforma^[76] in SRL; in tale operazione straordinaria è obbligatorio redigere una relazione di stima^[77] che esprima il valore dei singoli elementi che costituiscono l'attivo e il passivo.

ATTIVITÀ	VALORE NETTO CONTABILE	VALORE ESPERTO ESTIMATORE	PLUS MINUS
COSTI DI IMPIANTO E AMPLIAMENTO	18.694	-	- 18.694
ALTRE IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	36.227	-	- 36.227
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	54.921	-	- 54.921
TERRENI E FABBRICATI	741.352	9.032.309	8.290.957

⁷⁶ Tecnicamente la Trasformazione di una impresa individuale in una forma societaria di capitali è possibile, dopo la riforma del diritto societario, per mezzo di un **conferimento di azienda** con costituzione simultanea di società a responsabilità limitata ex art. 2463 cc (se la SRL è precostituita invece si parla di aumento di capitale liberato per mezzo di un conferimento in natura ex art. 2481 cc).

⁷⁷ L'art. 2465 in merito al contenuto della relazione di stima segue pedissequamente quanto previsto dall'art. 2343 c.c., prevedendo che la relazione di stima debba essere allegata all'atto costitutivo (conferimento) e debba contenere:

- Descrizione dei beni o dei crediti conferiti;
- L'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo;
- I criteri di valutazione seguiti.

IMPIANTI E MACCHINARIO	262.251	329.894	67.644
ATTREZZATURE IND.LI E COMM.LI	3.465	2.300	- 1.165
ALTRI BENI	5.928	1.100	- 4.828
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	1.012.995	9.365.603	8.352.608
CREDITI TRIBUTARI	636.905	636.905	-
CREDITI VARI	3.211.935	3.000.000	- 211.935
ALTRI CREDITI	3.848.840	3.636.905	- 211.935
DEPOSITI BANCARI E POSTALI	813.005	813.005	-
DENARO E VALORI IN CASSA	123	123	-
DISPONIBILITA' LIQUIDE	813.128	813.128	-
RISCONTI ATTIVI	14.031	14.031	-
RATEI E RISCONTI ATTIVI	14.031	14.031	-
TOTALE ATTIVO	5.743.914	13.829.667	8.085.753
PASSIVITÀ	VALORE NETTO CONTABILE	RETTIFICA	VALORE ESPERTO ESTIMATORE
DEBITI V/BANCHE	3.026.966,00	-	3.026.966,00
DEBITI V/FORNITORI	471.977,01	-	471.977,01
ALTRI DEBITI V/FORNITORI	520	-	520
DEBITI TRIBUTARI	73.620,53	-	73.620,53
ALTRI DEBITI	2.208.681,19	-	2.208.681,19
RATEI E RISCONTI PASSIVI	20.112,94	-	20.112,94
FONDO PER RISCHI E ONERI	-	150.431,43	150.431,43
TOTALE PASSIVITA'	5.801.877,67	150.431,43	5.952.309,10

Il caso sopra espresso è la classica rappresentazione di una valutazione di una società immobiliare, che presenta all'attivo un valore contabile degli immobili "contenuto" mentre il valore corrente è decisamente maggiore. La corretta applicazione del metodo patrimoniale semplice prevede che venga effettuata una somma algebrica dei valori e che vengano applicati alle differenze di valore, *gli oneri fiscali potenziali* (OFP).

Andando più nello specifico, è possibile applicare due metodi per la determinazione degli OFP: i) *analitico*, che prevede l'applicazione dell'aliquota scelta ad ogni cespite (ad ogni tipo di cespite, con eventualmente delle differenze in termini di aliquota) oppure, ii) un metodo *sintetico* che prevede l'applicazione dell'aliquota alla macro-classe presa in considerazione).

Occorre tenere sempre a mente la finalità della stima e il motivo alla base della stessa. Se la valutazione è riferita ad una più ampia operazione straordinaria, con le dovute accortezze, si può, a parere di chi scrive, utilizzare gli Oneri Fiscali Potenziali in misura quantomeno ridotta data la presenza di leggi rivalutative.

Un altro caso in cui il metodo patrimoniale semplice potrebbe causare dei problemi è la valutazione di una *holding* finanziaria. Nel caso in esame infatti, si potrebbero apprezzare flussi reddituali derivanti dal reddito delle partecipazioni, al contempo, valori di mercato diversi dai valori contabili per le immobilizzazioni. L'applicazione *sic e simpliciter*, del metodo patrimoniale, potrebbe portare differenze di valore in termini di patrimonio stimato. Dunque, in alcuni casi, è possibile ipotizzare la connivenza sia del metodo patrimoniale che di un metodo misto, con quest'ultimo in grado di riportare i benefici economici futuri ritraibili dalle controllate nel bilancio della *holding* finanziaria. Di particolare riguardo risulta essere, a parere di chi scrive, anche la valutazione di intangibili contabilizzati e non contabilizzati, ma suscettibili di autonoma valutazione economica, quali marchi e brevetti oppure il *portafoglio clienti*, che sempre più spesso trova un apprezzabile riscontro negli esperti di valutazione.

Tra i beni immateriali che il metodo patrimoniale complesso può prendere in considerazione troviamo anche quegli *asset* intangibili che non risultano essere iscritti a bilancio come il *know-how* gestionale ed organizzativo, l'*immagine* o *reputazione aziendale* ed eventuali *sinergie* create con altre aziende. Resta comunque il fatto che, per poter applicare questo metodo, gli *intangibles* considerati devono essere i) *misurabili* (in termini di costi), ii) *trasferibili* e iii) *produrre* dei *benefici futuri* all'attività aziendale.

In particolare, quindi:

- Capitale Netto Rettificato +
- Beni immateriali contabilizzabili e non contabilizzati =
Valore patrimoniale complesso di 1° grado +
- Beni immateriali non contabilizzabili =
Valore patrimoniale complesso di 2° grado

3.1.2 I beni intangibili

In virtù di quanto detto sopra, il metodo patrimoniale si fonda anche sull'apprezzamento, e quindi, sulla valutazione dei beni intangibili e, anche, di eventuali plusvalori\benefici latenti che risultano essere economicamente apprezzabili ai fini della valuta-

zione effettuata con il metodo patrimoniale, in quanto potrebbero produrre oneri fiscali potenziali derivanti dalle rettifiche di valore dei beni stessi. Per l'art. 2424 bis del Codice civile "gli elementi patrimoniali destinati ad essere utilizzati durevolmente devono essere iscritti tra le immobilizzazioni". Le immobilizzazioni immateriali sono:

-) beni caratterizzati dalla mancanza di tangibilità;
-) costi che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo, ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi.

Qualora questi costi non esauriscano la propria utilità nell'esercizio in cui sono sostenuti, pur non essendo acquisiti all'esterno o prodotti internamente, sono considerati e vengono definiti come oneri pluriennali.

Nella pratica le immobilizzazioni immateriali possono essere:

- realizzate internamente;
- acquisite a titolo di proprietà;
- acquisite a titolo di godimento.

In ogni caso vengono classificate, nell'attivo dello stato patrimoniale nella voce B.I. dello Stato Patrimoniale.

Nell'epoca di internet e delle relazioni *eteree*, sono sempre più i beni che non godono di materialità ma sono *indispensabili* per l'attività d'impresa, ancorché essi non siano presenti nel patrimonio scritto aziendale (cespiti). Sempre più spesso, elementi immateriali diventano fondamentali nella vita aziendale e concorrono alla determinazione dei benefici futuri, ragion per cui, dal lato del perito, occorre *provare* a misurarli.

Si cerca, infatti, di stimare un valore a beni come:

-) Il "*capitale umano*", competenza umana del personale, conoscenza implicita delle persone;
-) Il "*capitale strutturale*", strutture interne dell'azienda (gestione, tecnologie informatiche e della comunicazione e loro utilizzo e miglioramento da parte del personale, brevetti, banche dati ecc.);
-) Il "*capitale esterno*", strutture esterne e relazionali della società, quali le alleanze, reti d'impresa, rete di fornitori, di consumatori e di cittadini.

Sempre più rilevante è la fiducia che le persone ripongono all'interno dell'azienda e quindi anche la *reputazione*, il *marchio* e i beni intangibili più in generale assumono un

ruolo importante all'interno della determinazione del valore aziendale e del processo valutativo. Proprio da questa importanza che gli intangibili rivestono nella società e nelle aziende nasce il problema della loro corretta misurazione, problema evidenziato maggiormente dai limiti della contabilità dettata dal Codice civile e dai principi contabili nazionali (problema che in parte viene ridotto dall'avvento dei Principi contabili internazionali IAS/IFRS). Per di più, la componente immateriale potrebbe essere legata con altri fattori non scindibili da altre grandezze materiali, come il *software* creato all'interno di un *hardware*. Tutto ciò, al fine della creazione del valore, porta a rilevanti interazioni tra beni tangibili e intangibili.

In ogni caso, tornando alla pura operatività pratica, per poter valutare i beni immateriali occorre che gli stessi siano dotati dei seguenti requisiti:

Trasferibilità

Il bene, per poter essere valutato, deve essere per prima cosa trasferibile. Questi beni devono quindi essere autonomamente trasferibili e negoziabili anche se, in qualche modo, collegati ad altri beni ed il loro sfruttamento dipende in tutto o in parte dalla relazione con un altro *asset* che può essere tangibile o intangibile.

Misurabilità

Il loro valore deve essere stimabile in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale.

Utilità duratura

Devono essere dei beni destinati a durare nel tempo.

Il metodo valutativo non deve essere scelto meccanicamente ma deve risultare da un processo di selezione. La scelta del metodo deve avvenire solo dopo aver preso in considerazione tutti gli aspetti sopra descritti. L'esperto, all'interno della perizia, deve essere in grado di trasmettere una visione quanto più chiara e comprensibile dei temi e delle scelte affrontate, sia a chi ha il compito di verificarne l'attendibilità, sia a chi volesse riprodurre tale procedura. Per questo motivo in sede di valutazione dei beni intangibili ci si può avvalere di tre procedure:

- analitica;
- di mercato;
- empirica.

I metodi analitici

I metodi analitici possono considerare:

- il costo del bene (in particolare il costo storico aggiornato, di riproduzione o storico residuale), oppure;
- i flussi attualizzati (realizzabili dal possessore del bene o relativi alle perdite che subirebbe nell'ipotesi di loro cessione).

I metodi che considerano il costo altro non fanno che valutare il bene sulla base del costo che è comparato: (a) ai benefici futuri attesi da quel bene, oppure (b) all'impiego delle risorse finanziarie che devono essere utilizzate per poterlo sostituire.

I criteri che utilizzano i flussi attualizzati quantificano, invece, il valore del bene in base al suo apporto ai risultati aziendali.

I metodi di mercato

I metodi di mercato sono essenzialmente metodi comparativi, cercano quindi di stimare il valore degli *intangibles* sulla base dell'uso e del rilevato comportamento assunto dai *competitor*, che ne sono in possesso e su come viene valorizzato da quest'ultimi. Si tratta di osservazioni basate su *tassi di royalty*, *transazioni comparabili*, ecc.

3.2 IL METODO REDDITUALE

Lo scopo del metodo reddituale è quello di esprimere un giudizio sull'azienda che abbia come risultato un valore che è dato dall'attualizzazione dei flussi reddituali futuri prodotti dall'azienda. Ciò significa, sostanzialmente, considerare i "benefici" che l'entità sarà in grado di produrre in un futuro, più o meno prossimo, in considerazione delle performance espresse o semplicemente potenziali ed in base ad assunzioni razionali.

Al "valore di capitale economico" ed al "valore potenziale" si contrappone poi il "valore di mercato" che a differenza degli altri due considera come oggetto della propria valutazione i valori che sono stati rilevati, o sono rilevabili, dall'osservazione del mercato in un preciso lasso temporale.

Tutti i concetti di valore sopra esposti sono sempre influenzati dagli effetti attribuibili alla variabile fiscale che proprio in qualità di Commercialisti ed Esperti Contabili non possiamo non considerare.

Il metodo reddituale al pari del metodo finanziario, e contrariamente a quello patrimoniale, si basa sull'utilizzo e la stima di un'unica grandezza; ossia il reddito che l'azienda sarà in grado di produrre in un dato lasso temporale. A differenza del metodo patrimoniale, in cui occorre stimare tutte le singole voci che compongono il patrimonio, non è necessaria una stima puntuale delle singole voci di bilancio.

Le aziende che trovano maggiormente aderente alle loro caratteristiche il metodo reddituale sono le aziende commerciali o di servizi, le quali svolgono un'attività dove il flusso reddituale risulta essere più importante rispetto all'aspetto patrimoniale. Pregio di questo metodo è proprio l'assunto di considerare ciò che l'azienda potrà produrre, in termini di benefici futuri, attraverso lo svolgersi della sua normale attività.

Tale pregio viene però limitato dalle difficoltà che si incontrano nella formulazione dei piani previsionali, che sono elemento fondante alla base del metodo.

Il metodo reddituale è per sua natura un metodo *Equity Side*, ciò vuol dire che è stimato il valore aziendale sulla base dei flussi netti che spettano agli azionisti, al netto degli oneri finanziari. Il metodo però, al pari degli altri, può essere utilizzato quale flusso *unlevered*, nella stima l'intero capitale operativo dell'azienda. Per questo motivo, si tende comunque ad utilizzarlo anche quando il valore di output comprende gli oneri finanziari. In particolare, una volta stimato il valore del *capitale operativo* (valore di *output*), la stima del *valore attribuibile al capitale netto* (W) avviene decurtando dal capitale operativo, l'indebitamento finanziario espresso a valori di mercato, in pratica:

$$W = EV - PFN$$

dove:

W = Valore di capitale economico (o valore potenziale)

EV = Enterprise value, valore del capitale operativo

PFN = Posizione Finanziaria Netta

3.2.1 Le versioni del metodo

Il metodo reddituale può essere applicato seguendo diversi approcci che possono portare alla stima di un "valore di capitale economico" o di un "valore potenziale".

Così come accade per il metodo patrimoniale, anche per il metodo reddituale si può dividere in due categorie: I) *semplice* e II) *complesso*.

Il *metodo reddituale semplice* si basa su stime di flussi di redditi costanti, o di un reddito medio, “normale e duraturo”.

Il *metodo reddituale complesso* attualizza, invece, i flussi di reddito previsti anno per anno, fino al termine dell’orizzonte temporale preso in considerazione nel processo di stima del valore dell’entità.

Il primo approccio è applicabile alle entità con produzione del reddito limitata o illimitata, con un crescita nel tempo coerente (alle capacità aziendali) e costante, mentre il metodo reddituale complesso dovrebbe essere riservato alle aziende che hanno sviluppato un efficiente sistema di controllo (sia interno che di gestione) che siano ben correlati con il sistema informativo perché, come già accennato, solo avendo un efficace sistema di gestione e controllo si è in grado di avere dei piani previsionali volti ad essere utilizzati nella valutazione reddituale e prospettica.

Tra i diversi approcci in cui la metodologia reddituale può trovare applicazione, si segnalano i seguenti approcci:

- dei *risultati storici*;
- di *proiezione dei risultati storici*;
- dei *risultati programmati*;
- della *crescita attesa*;
- delle *opzioni innovative*.

Nel metodo dei *Risultati storici* viene ipotizzato che i risultati economici conseguiti in passato dall’azienda, vengano mantenuti in futuro.

Questo metodo non fa altro che considerare costanti i risultati ottenuti dall’azienda in passato e riportarli avanti nel tempo, ipotizzando che l’azienda sia in grado di mantenere sempre la stessa produttività. In realtà, se si presume, ragionevolmente, che l’azienda non mantenga gli stessi risultati nel tempo, allora questo metodo diventa inutilizzabile; in quanto, non si potrebbero utilizzare i risultati passati come previsione condivisa di quelli futuri.

La *Proiezione dei risultati storici*, l’approccio chiede, sostanzialmente, di partire dai ri-

sultati storici e di operare delle stime aziendali e razionali sui possibili risvolti che questi risultati potrebbero avere, non dimenticando che: I) bisogna apportare le legittime e dovute rettifiche e II) considerare la situazione che potrebbe presentarsi in futuro.

Le variabili che hanno portato al risultato economico storico devono essere opportunamente modificate per giungere al risultato futuro, in termini di:

- tasso di crescita dei profitti, in rettifica delle previste modifiche (alla struttura aziendale, al settore in particolare, *etc.*);
- livelli di efficienza, raggiungibili, ad esempio, con i nuovi impianti produttivi presenti nel piano investimenti;
- le variazioni dei prezzi di vendita e/o del costo dei fattori produttivi mutamenti del mercato di riferimento.

Ulteriore variabile, già richiamata in precedenza, è quella fiscale. Questa è, per sua natura, una variabile non statica ma dipendente dalle politiche tributarie messe in atto dallo Stato, nonché dall'evoluzione della politica fiscale che il *management* mette in atto con il fine di realizzare la strategia fiscale più consona alle caratteristiche aziendali. Soprattutto in periodi come quelli che stiamo vivendo, la variabile fiscale e la sua corretta applicazione, rivestono un'importanza fondamentale. Si pensi solo alle leggi agevolative di rivalutazioni di beni d'impresa contenute nella legge Finanziaria del 2020. Qualunque variazione alle ipotesi sopra riportate, anche minima, può determinare risultati previsionali sostanzialmente diversi. È per questo che l'orizzonte temporale delle stime non supera, generalmente, i 10 anni.

A volte l'approccio della proiezione dei risultati storici utilizza i cosiddetti "*Risultati Economici Integrati*" (REI) volendo in tal modo considerare anche la dinamica storica relativa al valore dei beni immateriali.

In questo specifico caso, occorre tener conto:

- delle modalità di rilevazione contabile degli investimenti in beni immateriali (principi contabili e politiche di bilancio adottate);
- delle strategie che hanno caratterizzato e che caratterizzeranno gli investimenti in beni immateriali;
- dell'evoluzione prevedibile del settore.

L'approccio dei *Risultati programmati* non dipende, unicamente, dalle ipotesi fatte sulla

crescita del reddito, da parte del management, ma anche da documenti sui quali vengono fissati quelle che sono le attese economiche dell'azienda quali: *I) i Budget Annuali e II) forecast di breve o medio termine II) Piani Industriali.*

Il modello della Crescita attesa si basa, a sua volta, su aspettative reddituali legate a capacità di sviluppo dell'azienda da valutare, indipendenti da nuovi progetti modificativi o innovativi (è un approccio c.d. *stand alone*). Tale modello risulta essere di più semplice applicazione, in quanto la crescita viene espressa attraverso la *riduzione dei tassi*. Infine, l'approccio delle Opzioni innovative è basato su prospettive di crescita del reddito che sono legate a particolari e specifici eventi quali nuovi progetti aziendali e/o operazioni straordinarie (ad esempio la fusione, trasformazione o ristrutturazione aziendale, oppure l'operazione di conferimento).

In ogni caso, nella metodologia reddituale la previsione dei redditi ha insiti rilevanti elementi di incertezza. Sostanzialmente, la stima del valore aziendale è influenzata dai seguenti aspetti:

- definizione e misurazione dei flussi di reddito;
- durata dell'orizzonte temporale relativo alle attese dei flussi di reddito;
- espressione delle attese, in modo puntuale per gli anni di piano e più vicini e in modo sintetico per l'eventuale determinazione del valore terminale;
- modalità di attualizzazione dei flussi previsionali;
- considerazione dell'azienda "*stand alone*" o delle sinergie da integrazione o da opzioni.

L'incertezza delle previsioni aumenta con l'aumentare dell'arco di tempo considerato. Risultati previsionali ricoprenti un arco temporale superiore ai cinque anni, devono essere ben analizzati e, indubbiamente, stimano il valore aziendale c.d. "*potenziale*". Anche con l'utilizzo dell'approccio reddituale sorge la necessità di avere dei piani su cui basare le proprie ipotesi di crescita del reddito. Risulta, quindi, di primaria importanza avere un ambiente aziendale che sotto il profilo organizzativo e gestionale sia affidabile ed in grado di gestire e tramutare in valori le informazioni a sua disposizione. Qualora queste caratteristiche non vengano soddisfatte, allora per l'esperto valutato-

re è meglio astenersi dall'utilizzo del suddetto metodo reddituale. Vediamo ora come i diversi approcci reddituali, sinteticamente commentati in precedenza, vengono tradotti in formule.

Gli approcci reddituali di tipo sintetico comprendono le seguenti formule:

- della *rendita illimitata*:

Si ipotizza che l'azienda sia un'entità economica destinata a perdurare nel tempo; pertanto, il valore dell'azienda viene ricavato come se il reddito fosse perpetuo. Da qui, quindi, l'utilizzo della formula della rendita perpetua.

$$W = \frac{R}{i}$$

dove:

W = Valore dell'azienda;

R = Reddito medio normalizzato;

i = Tasso di capitalizzazione.

In questo modo il fattore tempo non viene considerato, il reddito medio atteso viene capitalizzato in modo illimitato.

- della *rendita limitata*:

Presuppone una capacità di reddito limitata ad un periodo di tempo solitamente espresso in n numero di anni. Pertanto, avremo:

$$W = R \frac{a}{n|i}$$

dove:

W = Valore dell'azienda;

R = Reddito medio normalizzato;

$\frac{a}{n|i}$ = Fattore di attualizzazione; valore attuale della rendita annua posticipata di durata pari ad n anni.

Trattasi del valore attuale di una rendita annua posticipata di durata definita in n anni. A loro volta gli *approcci analitici* del metodo reddituale considerano una sommatoria di redditi attesi per " n " anni che possono essere alternativamente determinati:

- in modo analitico (in un definito orizzonte temporale);

- in modo analitico con l'incremento del valore terminale dell'oggetto di stima.

Il primo caso, *sommatoria di redditi attesi per n anni, analiticamente determinati*, è un'evoluzione del modello sintetico della rendita limitata; si utilizza una serie di valori annuali, se disponibili, con lo scopo di considerare la loro evoluzione nel tempo al posto di una media di valori relativa ad un periodo futuro di tempo definito, pertanto:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t}$$

dove:

R_t = redditi attesi per ogni anno.

In generale, operativamente, il periodo di riferimento viene definito considerando la disponibilità di previsioni realistiche in relazione all'organizzazione aziendale.

Il modello esposto, come abbiamo già rilevato, può essere integrato tenendo conto anche del valore terminale dopo l'orizzonte di stima analitica, pertanto:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1+i)^t} + V_n$$

Dove: (in aggiunta a quanto sopra elencato)

V_n = Valore terminale (da scontare secondo i metodi finanziari).

Il Valore terminale, quale elemento essenziale della valutazione e con una netta e decisa incidenza sul valore totale, può essere stimato principalmente facendo alternativamente uso delle seguenti metodologie:

- *Rendita perpetua* del reddito atteso all'anno "n";
- *Multipli*;
- *NOPAT*.

I vari modelli che possono caratterizzare la pratica applicazione della metodologia reddituale evidenziano come nell'individuazione del reddito normalizzato si possa fare uso del reddito medio atteso normalizzato o di una serie analitica di risultati annuali previsionali.

Nel momento in cui si vuole costruire il reddito medio normale, non bisogna prendere un flusso reddituale e considerare quello come il reddito che l'azienda è in grado di

produrre in ogni periodo in cui opera, quindi non è necessariamente la media aritmetica dei flussi. Bensì il metodo potrebbe risultare più attendibile nel momento in cui per ogni anno si è in grado di stimare il reddito che andrà poi a concorrere alla formazione del valore medio da utilizzare poi in sede di applicazione del metodo. Le previsioni sui flussi si devono basare su specifiche ipotesi relative, principalmente, a:

- andamento delle *vendite*,
- variazioni del *marginе operativo lordo* (MOL),
- fluttuazioni dei *tassi d'interesse passivi*,
- diverse variazioni dell'incidenza dei *costi fissi*;

Tutte le assunzioni devono essere attentamente analizzate al fine di poter operare scelte razionali.

3.2.2 Il reddito normalizzato

Con tale definizione, si intende, un reddito che è stato depurato delle componenti straordinarie che hanno influenzato il Conto Economico, ovvero un reddito che sia ragionevolmente possibile replicare nel corso degli anni. La determinazione di un reddito normalizzato dell'entità è un processo volto ad individuarne le reali *performance*, che non siano state influenzate da variabili non pertinenti o aleatorie e, quindi, non ripetibili nel tempo. La ricerca della determinazione del reddito "normalizzato" è frutto di un processo che vuole identificare i redditi "caratteristici", tralasciando i redditi derivanti da operazioni non ripetibili o da costi non considerati oppure da fatti accaduti non pertinenti la normale gestione in continuità.

Il processo di "normalizzazione" dei risultati storici deriva da operazioni di:

- *l'eliminazione* (o la redistribuzione) nel tempo di *proventi ed oneri straordinari*, anche se comunque afferenti alla gestione caratteristica;
- *l'eliminazione di proventi ed oneri estranei alla gestione caratteristica*;
- la *neutralizzazione delle politiche di bilancio*.

Come sopra specificato, il reddito normalizzato dovrebbe tener conto anche degli eventuali costi che non sono considerati. È il caso, ad esempio, dei *fitti figurativi*, degli

stipendi direzionali aggiuntivi o oneri finanziari non contabilizzati.

Solo a mero titolo esemplificativo, si consideri il caso del socio lavoratore che presta la propria attività all'interno della sua stessa entità e che lo stesso percepisca uno stipendio ben al di sopra (o al di sotto) della normale remunerazione media del settore per il tipo di mansioni che svolge; in questo caso si dovrebbe operare una variazione in aumento (o in diminuzione) del reddito operativo lordo in ragione degli importi percepiti (o non percepiti) in più (o in meno), rispetto alle condizioni di mercato.

Allo stesso modo si consideri, a livello di conto economico, un finanziamento infragruppo concesso a delle condizioni non in linea con il mercato. Lo stesso importo di oneri finanziari (in aumento o in diminuzione) dovrebbe essere scomputato/aggiunto al reddito operativo al fine di minimizzare le differenze tra gli oneri finanziari registrati contabilmente e il valore degli stessi se il finanziamento fosse stato reperito sul mercato.

Ancora a titolo di esempio, se il locale è concesso in uso dalla società controllante o dal titolare dell'entità senza che venga percepito un adeguato canone di locazione (in considerazione del mercato di riferimento) occorre apporre una variazione in aumento o in diminuzione rispetto al reddito operativo, al fine di "livellare" il suddetto canone alle condizioni di mercato.

Ovviamente, nei tre semplicistici esempi sopra riportati, occorre sempre ben tenere a mente la variabile fiscale.

3.2.3 Il tasso di attualizzazione/capitalizzazione

La stima del valore aziendale è molto sensibile al tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione/capitalizzazione dei flussi, variazioni minime nel tasso possono infatti causare rilevanti modifiche del valore.

La determinazione del tasso, aspetto tecnico di maggiore difficoltà, dovrebbe considerare, contemporaneamente, il rendimento minimo richiesto per l'investimento:

- del *capitale proprio*;
- del *settore in cui opera l'impresa*.

La determinazione del tasso d'attualizzazione o di capitalizzazione, da utilizzare insieme al reddito, è uno degli aspetti più importanti all'interno della valutazione reddituale. Deve comprendere il costo del capitale, in considerazione tanto dei fattori esterni quanto dei fattori interni, da cui è caratterizzato il settore in cui opera l'impresa. La scelta del tasso è basata su: i) sul rendimento che il capitale avrebbe dato se fossero stati fatti degli investimenti alternativi e ii) la componente di rischio non sia sempre la stessa e non perduri nel tempo. Il tasso, generalmente, considera la remunerazione attribuibile ad un investimento privo di rischio (tasso *risk free*) incrementata dal rendimento dovuto al rischio attribuibile all'investimento aziendale.

Applicando il modello del *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) la determinazione del tasso è rappresentata dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta (MRP)$$

dove:

K_e = Costo del capitale proprio;

R_f = Tasso Free Risk. Tasso relativo ad investimenti in strumenti privi di rischio in un congruo periodo di valutazione;

β = Beta di settore. Coefficiente di mercato che esprime la variabilità dello specifico rendimento dell'investimento rispetto a quello dell'intero mercato. Il beta è influenzato dal settore di attività e dalla struttura operativa e finanziaria dell'impresa. Più l'attività d'impresa è sensibile alle condizioni generali del mercato più il suo beta è elevato.

MRP = Market Risk Premium. Rappresenta il Premio per l'investimento azionario funzione dell'indice borsistico di riferimento. Nella sua determinazione, oltre che dei tassi di mercato, si dovrebbe tener conto anche di alcuni parametri strutturali dell'impresa (andamento del settore, caratteristiche dell'azienda, dimensioni, indebitamento, organizzazione, ecc.) e dei tassi correnti di mercato.

Il **MRP** può essere anche definito come differenza fra il rendimento dell'investimento in un portafoglio azionario e il rendimento di un investimento *free risk*:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Indipendentemente dall'applicazione del CAPM, nella determinazione del costo del capitale si deve comunque tener presente che siamo di fronte ad una variabile che non deve solamente guardare al mercato, e al rischio sistematico che viene individuato nel R_m , ma è un tasso che considera anche la capacità che l'azienda ha di produrre quel flusso reddituale e quanto questo riesca a soddisfare, in termini economici, ai soggetti che hanno interesse in quella azienda.

La scelta dei tassi è molto complessa e non risulta priva di una soggettiva discrezionalità comportamentale in quanto, alla fine, è rimessa alle valutazioni dell'esperto. Le scelte operate da quest'ultimo devono essere comunque coerenti con la qualità dei flussi da attualizzare.

3.2.4. L'arco temporale di riferimento

Nella determinazione dell'arco temporale di riferimento si devono tenere presente aspetti quali:

-) *il settore* in cui opera l'azienda,
-) *il ciclo di vita* dei suoi prodotti,
-) *le tecnologie* disponibili.

La dottrina, generalmente, propende per l'uso di un arco temporale compreso tra i tre e i dieci anni.

Effettivamente, la scelta dell'arco temporale risulta essere di indubbia soggettività, che l'esperto può comunque giustificare attraverso una serie di conoscenze e di caratteristiche che possiede del settore e del contesto in cui l'azienda opera.

3.3 IL METODO FINANZIARIO

Il metodo finanziario stima il valore di un'azienda utilizzando i flussi finanziari che questa genera durante il periodo di riferimento considerato. Così come il metodo reddituale, anche il metodo finanziario stima il valore dell'entità quale *unicum*, considerando un unico flusso per l'intero complesso aziendale.

Tale metodologia valutativa, di matrice anglosassone, è conosciuta come DCF (acronimo di *Discounted Cash Flow*) e si basa sulla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati ad un determinato tasso.

Il DCF è un metodo utile e molto utilizzato perché in grado di dare un valore sulla base dei flussi di cassa in entrata ed uscita dell'azienda. Esso si basa principalmente, come detto, sui flussi di cassa *attesi*; questo significa che il valore dell'entità è, squisitamente, agganciato alle previsioni future. Perciò, occorre che il sistema di controllo di gestione e il sistema informativo aziendale siano in linea sulle previsioni e gli andamenti aziendali relativamente agli esercizi futuri.

La non corretta applicazione (o la sottovalutazione) degli aspetti sopra menzionati può compromettere le stime future e, quindi, le grandezze economiche/finanziarie dell'entità e la loro valutazione.

Il metodo finanziario, sotto espresso nella sua formula basilare, viene espresso come:

$$W = \sum Fc + Ft$$

W = Valore aziendale;

Fc = flussi di cassa da scontare al tasso prescelto;

Ft = Flusso a termine da scontare al tasso prescelto.

La determinazione dei flussi di cassa attesi è legata, fortemente, al comportamento che, in previsione futura, può aver l'azienda. I piani economico finanziari pluriennali rivestono, in relazione a questo metodo un ruolo di primo piano. La corretta determinazione delle poste economiche deve seguire un preciso *iter* di formazione e deve necessariamente essere il risultato di elaborazioni effettuate dal Controllo di Gestione di concerto con l'Organo amministrativo e/o con l'Organo gestorio.

In pratica, il modello può avere le seguenti declinazioni a seconda del tipo di flussi che vengono considerati ai fini della valutazione:

I flussi di cassa operativi

In questa "visione" del metodo DCF, i flussi utilizzati sono i flussi operativi ottenuti dalla rielaborazione del Conto Economico e dello Stato Patrimoniale, prima degli effetti attribuibili agli oneri finanziari (DCF – Unlevered Discounted Cash Flows Analysis). Trattasi dell'approccio *Assets Side (versione unlevered)* che utilizza i *Free Cash Flow from Operations* (FCFO).

Trattasi, quindi, di flussi di cassa disponibili per l'impresa considerati prima della componente finanziaria.

Il valore aziendale viene stimato in base ai flussi di cassa ottenibili dagli *assets* e sot-

traendo poi il valore attuale dei debiti finanziari.

I flussi di cassa netti

I flussi di cassa netti rappresentano tipicamente la versione *Equity Side* della valutazione, in quanto, i flussi sono presi al netto degli oneri finanziari. Il metodo in questione utilizza quindi i *Free Cash Flow from Equity* (FCFE).

I flussi di cassa utilizzati sono quindi i flussi disponibili per gli azionisti in quanto flussi *levered* (al netto degli oneri finanziari).

Il valore aziendale viene stimato utilizzando i flussi di cassa *levered* (al netto di oneri finanziari).

Il modello finanziario può tenere conto o meno, a seconda dell'approccio e del metodo utilizzato, della situazione debitoria o meno dell'azienda.

Si riporta di seguito la determinazione dei flussi di cassa seguendo il modello “*unlevered*” (Flussi Monetari disponibili per l'impresa - FCFO):

Utile netto (perdita) dell'esercizio:

- +/- Oneri/Proventi finanziari
- + Imposte sul reddito d'esercizio
- = Reddito Operativo lordo
- Imposte figurative ricalcolate^[78]
- + Ammortamenti
- +/- Disinvestimenti/Investimenti tecnici
- +/- Disinvestimenti/Investimenti in altre attività
- +/- Diminuzione /Aumento del Capitale Circolante Netto
- = **Flussi Monetari disponibili per l'impresa**

In pratica i Flussi Monetari disponibili per l'impresa (FCFO) sono riconducibili a:

- Margine Operativo Lordo (EBITDA)
- Flusso assorbito generato dalla variazione capitale circolante netto

⁷⁸ Tali valori vengono apposti, come nel caso dei fitti figurativi, al solo fine di non sottovalutare la variabile fiscale.

- Variazione TFR e degli altri fondi operativi
- Gestione dei cespiti
- Imposte sul risultato operativo

A loro volta i flussi di cassa disponibili per gli azionisti (FCFE) **rappresentano i flussi di cassa calcolati** dopo aver sostenuto i costi operativi di produzione e ai movimenti di cassa legati al circolante, adempiuto alle obbligazioni e conseguenti oneri finanziari ed ai costi di gestione dei cespiti (*Capex* ed ammortamenti) si ottengono i flussi di cassa disponibili per i possessori di *equity*. Di seguito, riportiamo un breve schema di calcolo:

Utile netto dell'esercizio (perdita)

- + Ammortamenti
- +/- Disinvestimenti/Investimenti relativi ad immobilizzazioni
- +/- Disinvestimenti/Investimenti in altre attività
- +/- Diminuzione /Aumento del Capitale Circolante Netto
- +/- Accensione/Restituzione di finanziamenti
- = Flussi Monetari disponibili per l'azionista

In particolare, i FCFE sono legati e dipendono da varie grandezze, tra cui:

- Margine Operativo Lordo (EBITDA)
- Flusso assorbito/generato dalla variazione Capitale Circolante Netto
- Variazione TFR e degli altri fondi operativi
- Flusso assorbito/generato dalla gestione dei cespiti
- Flusso della gestione operativa al lordo delle imposte
- Interessi passivi
- *Imposte sull'utile netto*
- Rimborsi/versamenti di capitale proprio
- Rimborsi/versamenti di debiti finanziari

Nel caso in cui si debbano determinare i flussi di cassa operativi e, anche, quelli destinati ai possessori di Equity assume rilevanza la questione fiscale. Questo sarà oggetto di trattazione nel proseguo.

3.3.1. Determinazione dell'orizzonte temporale di riferimento dei dati previsionali

Al pari delle altre metodologie sopra elencate, anche per il metodo finanziario il periodo da considerare per effettuare la valutazione è variabile tra i 3 ed i 10 anni.

Tuttavia, come per gli altri metodi, anche nel caso del metodo finanziario bisogna tenere conto della durata del ciclo economico che l'azienda sostiene, al fine di poter effettuare una perizia quanto più coerente possibile con l'attività societaria, in considerazione del fatto che maggiore è l'orizzonte temporale di cui si vuole fare la stima più ampio sarà il margine di errore.

3.3.2. I tassi di crescita prospettici

I tassi di crescita rappresentano una variabile importante nel metodo valutativo di tipo finanziario, in quanto sono fondamentali per la stima della crescita, o meno, delle grandezze aziendali che sono legate alla generazione dei flussi di cassa. Per stimare i tassi di crescita si può ricorrere in maniera alternativa:

- alla *proiezione dei tassi medi di crescita* osservati nel passato, ipotizzando che abbiano una crescita costante nel tempo;
- alla *considerazione delle variabili macroeconomiche* a cui l'azienda è legata e le cui stime sono disponibili all'interno della stessa.

La prima metodologia tiene conto, solitamente, di un periodo di proiezione che si attesta tra i 4 ed i 5 anni. Scelto l'orizzonte temporale sul quale estendere le previsioni, un'alternativa è procedere con una media ponderata, i cui pesi sono inversamente proporzionali alla lunghezza del periodo. Il principale problema è rappresentato, proprio, dalla scelta dell'orizzonte temporale, in quanto quest'ultimo è legato al momento storico nel quale viene effettuata la valutazione. Alla data di redazione del presente contributo, il mondo si trova ad affrontare la più grave pandemia registrata nell'ultimo secolo. Con l'avvento del Sars-CoViD19, senza considerare gli aspetti sociali della malattia e concentrandosi solo sui metodi di valutazione, il perito si trova e si troverà ad affrontare delle questioni legate agli andamenti previsionali; un altro *lockdown*, quali effetti potrebbe portare a livello di orizzonte temporale? È giusto, ai fini valutativi, non considerare nell'orizzonte temporale il periodo di pandemia?

Il secondo approccio stima i tassi di crescita sulla base delle variabili macroeconomiche che sono disponibili e che riguardano il settore in cui opera l'azienda. A tal proposito, assumono notevole importanza, per esempio: l'andamento del PIL, la curva dei tassi d'interesse, il saggio dell'inflazione e tutte le componenti macroeconomiche che sono legate al settore in cui l'azienda opera.

Nella stima dei tassi di crescita non devono essere considerati solo gli aspetti macro, ma anche quelli micro, e dunque relativi alla gestione dell'azienda. Vale a dire, quali politiche l'azienda intende adottare in merito alla distribuzione degli utili, all'investimento in beni materiali ed immateriali ma anche alle imposte che intende pagare al termine dell'esercizio. Ovviamente, le considerazioni fatte per la pandemia valgono anche per il secondo approccio.

3.3.3. Il valore terminale^[79]

In questo paragrafo, vengono riportati alcuni approcci di cui il perito deve tenere conto nella stima del valore terminale, vale a dire l'ultimo flusso del piano previsionale.

Di seguito, sono elencati alcuni elementi utili alla determinazione del flusso di cassa previsionale:

- il *flusso di cassa* cresce in maniera costante nel tempo;
- i *fattori che generano valore* all'interno dell'azienda;
- la *comparazione diretta*.

Nel caso in cui non si vogliono fare tante ipotesi, anche forzate, sulla stima del Flusso a termine (o valore terminale o residuo), è prassi comune utilizzare la formula che viene riportata sotto e che considera questo flusso come una rendita perpetua sulla quale l'azienda può sempre contare.

$$F_t = \frac{RO(1-t)}{i}$$

dove:

⁷⁹ Il valore terminale non deve essere assolutamente confuso con il valore netto di liquidazione delle attività e passività.

Ft = Valore residuo;

$RO(1-t)$ = Reddito operativo al netto delle imposte;

i = Tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale.

Il flusso a termine viene considerato alla stregua di una rendita perpetua. In altri termini, esso rappresenta il flusso di cassa costante che l'entità prospetta di ottenere dalla propria attività; viene determinato dividendo l'ultimo flusso, opportunamente rettificato, per il tasso di crescita a termine, anch'esso opportunamente rettificato.

Tale valore è in grado di influenzare, sensibilmente, la stima del capitale economico d'impresa e per questo occorre "maneggiarlo con estrema cura".

Il valore del compendio aziendale si otterrà, secondo quanto espresso dalla formula sopra riportata, dall'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, dall'attualizzazione del flusso a termine e sottraendo l'indebitamento finanziario netto.

3.3.4. I tassi di attualizzazione/capitalizzazione

Il tasso utilizzato per attualizzare i flussi finanziari stimati è pari al costo opportunità di un investimento di pari rischio; ovvero, rappresenta il rendimento di un investimento rischioso in media, dunque rappresenta un rendimento atteso. I rendimenti attesi, però, non sono direttamente osservabili sul mercato finanziario. In genere, le informazioni utili allo scopo si dovrebbero ottenere dal mercato finanziario.

Il premio per il rischio è una misura del rischio sistematico che soggettivamente è presente all'interno del settore in cui l'individuo effettua l'investimento. In altre parole è il rendimento che l'individuo si aspetta di ottenere avendo acquistato azioni di quell'azienda, invece di effettuare un investimento a rischio zero. A seconda che il metodo finanziario venga applicato in modo diretto o indiretto, vale a dire, rispettivamente *levered* o *unlevered*, la cui distinzione è stata chiarita all'inizio del capitolo, devono essere utilizzati tassi coerenti con i flussi determinati. L'approccio *levered* si occupa di attualizzare i flussi di cassa destinati agli azionisti e tiene conto anche dell'aspetto finanziario passivo; dato che tali flussi sono a disposizione degli azionisti devono necessariamente avere un ritorno, in termini di rendimento, pari al tasso Ke (rendimento richiesto dagli azionisti che si assumono il rischio d'impresa).

L'approccio *unlevered* calcola il valore dell'azienda attualizzando i flussi di cassa che

non tengono conto della struttura finanziaria e devono essere attualizzati ad un tasso diverso dal K_e . Uno dei metodi per la stima del valore unlevered del flusso è la determinazione del tasso ponderato con la struttura finanziaria dell'impresa al momento della stima. In pratica, si utilizza il c.d. WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) che tiene conto del peso di debito e dell'*equity* nella struttura finanziaria.

Il tasso WACC è il risultato della media ponderata del costo del capitale proprio (K_e) e del costo attribuibile al capitale di terzi (K_d) in relazione al rispettivo utilizzo, pertanto:

$$WACC = K_e \frac{E}{(E+D)} + K_d \frac{D}{(E+D)}$$

dove:

K_e = Costo del capitale proprio, rendimento minimo atteso dagli azionisti per un investimento caratterizzato da un determinato livello di rischio;

E = Valore economico del capitale proprio;

D = Valore economico del capitale di terzi (indebitamento);

K_d = Costo del capitale di debito (*tasso medio di interesse dei debiti finanziari dell'azienda, al netto dello scudo fiscale, vale a dire del risparmio d'imposta connesso all'indebitamento*).

Il valore economico del debito potrebbe essere determinato attualizzando lo stesso debito ad un tasso di "mercato", basato, se disponibile, sul rating, tenendo conto quindi della rischiosità del debito stesso, degli interessi e del capitale. Tuttavia, in assenza di un adeguato rating, nella pratica si utilizza il valore nominale del debito, oppure il costo ammortizzato⁸⁰.

Il valore economico del capitale è: invece, funzione dei risultati economico-finanziari prospettici.

⁸⁰ «Il costo ammortizzato di un'attività o passività finanziaria è il valore a cui l'attività o la passività finanziaria è stata valutata al momento della rilevazione iniziale al netto dei rimborsi di capitale, aumentato o diminuito dall'ammortamento cumulato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo su qualsiasi differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza e dedotta qualsiasi riduzione a seguito di una riduzione di valore o irrecuperabile».

3.3.4.1. Le formule

La pratica applicazione del metodo finanziario varia in relazione all'uso dell'approccio *Assets Side* o *Equity Side*. Come già spiegato, l'approccio **Assets Side** è volto a stimare il valore del capitale operativo aziendale, definito anche come *Enterprise Value (EV)* al quale deve essere sottratta la *Posizione Finanziaria Netta (PFN)* per ottenere il valore del capitale netto, o *Equity*, che altro non è che la stima del valore aziendale da un punto di vista **Equity Side**. La stima dell'EV di un'azienda, si determina attualizzando i flussi prospettici ad un tasso ponderato tra la struttura finanziaria debitoria e di capitale proprio.

Le formule in questione possono essere rappresentate *sinteticamente o analiticamente*. Le prime (*metodi sintetici*) sono generalmente rappresentate dalla *Capitalizzazione perpetua di un flusso di cassa operativo*.

$$W = \frac{FCFO}{WACC}$$

dove:

FCFO = Free cash flow from operation (Flussi finanziari operativi);

WACC = *Weighted Average Cost of Capital* (costo medio ponderato del capitale proprio).

I **metodi analitici** vengono allora volta rappresentati dall'**attualizzazione di flussi di cassa analiticamente determinati**.

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1 + WACC)^t}$$

dove:

FCFO = *Free cash flow from operation*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

t = Orizzonte temporale definito

In alternativa alla versione sopra esposta, si possono considerare i **flussi di cassa analiticamente determinati integrati dal Valore Terminale**, come espresso dalla formula:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO}{(1 + WACC)^t} + V_n$$

dove:

FCFO = *Free cash flow from operation*

WACC = *Weighted Average Cost of Capital*

t = Orizzonte temporale definito

V_n = Valore terminale attualizzato

Gli approcci che stimano il valore dell'*Equity*, ossia quelli rivolti ai portatori d'interesse in Capitale Proprio, non hanno bisogno di sottrarre al valore stimato il valore del debito (PFN), come già detto in precedenza. Il tasso, in questo caso, deve riflettere il rendimento-opportunità dei soli investitori che apportano il capitale proprio.

Anche per tali approcci possiamo avere modelli *sintetici ed analitici*.

I *metodi sintetici* vengono espressi attraverso la *Capitalizzazione perpetua di un flusso di cassa netto* attraverso la seguente formula:

$$W = \frac{FCFE}{Ke}$$

dove:

FCFE = *Free cash flow from equity*

Ke = Costo del capitale proprio

I *metodi analitici* esprimono il valore dell'azienda attraverso l'attualizzazione di flussi di cassa che analiticamente sono stimati ed attualizzati, ossia:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + Ke)^t}$$

dove:

FCFE = *Free cash flow from equity*

Ke = Costo del capitale proprio

t = orizzonte temporale definito

In alternativa i flussi di cassa analiticamente determinati possono essere anche in questo caso come per l'approccio operativo, incrementati dal *Valore Terminale* come evidenziato nella formula che segue:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE}{(1 + Ke)^t} + V_n$$

dove:

FCFE = *Free cash flow from equity*

Ke = Costo del capitale proprio

t = Orizzonte temporale definito

V_n = Valore terminale attualizzato

3.4. I METODI MISTI

I metodi fin qui illustrati mettono in risalto i pregi e i difetti di ogni singolo metodo analizzato. Non uno dei metodi presenta vantaggi o maggiore efficacia rispetto agli altri metodi; i vantaggi del metodo patrimoniale (nelle sue forme e versione) rappresentano le inesattezze del metodo reddituale.

Le **metodologie miste** nascono con l'intento di cercare di cogliere i pregi dei singoli metodi valutativi e metterlo insieme, trovando un metodo che possa legare quelli precedenti enunciati e limandone i difetti che sono insiti in questi. I **metodi misti** colgono, così, l'obiettività attribuibile alla metodologia patrimoniale senza trascurare le prospettive sui probabili benefici futuri attribuibili all'azienda.

Queste metodologie sono sempre più spesso utilizzate nella pratica professionale, anche in virtù del fatto che molto spesso ci si ritrova di fronte a delle realtà aziendali di piccole e medie dimensioni, che di solito non hanno un efficiente sistema di programmazione e controllo e non sono quindi in grado di dare delle informazioni, che siano quantomeno attendibili, per poter poi procedere alla stima del valore aziendale; rendendo, così, incerti i risultati legati all'applicazione della metodologia dei flussi. I metodi misti sono stati largamente utilizzati in passato fino ad essere, intorno agli anni 60, i metodi principali nelle valutazioni europee. Il modello misto patrimoniale reddituale era, infatti, denominato "il metodo UEC", ovvero il metodo europeo utilizzato dagli *Experts Comptables Economiques et Financiers*. La caduta dei metodi patrimoniali, come stima finalizzata a sé stessa, ha di fatto ridotto l'utilizzo dei metodi patrimoniali nella prassi professionale. Nella pratica, il **metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill** (approccio più in uso tra le metodologie miste) utilizza il patrimonio netto rettificato, considerando i valori effettivi dei suoi componenti; il pa-

patrimonio netto è incrementato dell'eventuale sovra reddito (differenza tra il reddito atteso ed il rendimento del patrimonio netto) attualizzato.

Nella pratica, quindi, il patrimonio netto riesposto a valori correnti è rettificato dell'eventuale *goodwill* o *badwill*.

3.4.1. L'orizzonte temporale di riferimento, i tassi remunerazione e di attualizzazione

Prima di entrare nel dettaglio delle formule dei metodi misti, occorre precisare, a nostro avviso, le determinanti comuni a ogni singolo metodo valutativo.

La metodologia mista patrimoniale reddituale con la capitalizzazione limitata del sovra(sotto)reddito (metodo UEC) utilizza quindi, come abbiamo sopra accennato, i seguenti parametri:

- *patrimonio netto rettificato*;
- *reddito normalizzato generabile*;
- *orizzonte temporale di riferimento*;
- *tassi di attualizzazione/capitalizzazione*.

In merito alle rettifiche del patrimonio netto ed alla determinazione del reddito normalizzato si rimanda a quanto già sinteticamente esposto in precedenza, sia in relazione al metodo patrimoniale sia alle attenzioni che richiede la metodologia dei flussi. Il tasso di remunerazione può essere definito come il saggio di rendimento normale di settore, o in altri termini rappresenta il costo opportunità del capitale, vale a dire la remunerazione che un generico investitore si aspetta di ottenere qualora investisse in un'azienda operante nel settore dell'azienda oggetto di valutazione, maggiorato del costo specifico legato alla rischiosità specifica dell'azienda oggetto d'investimento. La determinazione del tasso richiede un'adeguata interpretazione degli orientamenti del mercato dei capitali aziendali in condizioni di equilibrio, operazione particolarmente complessa e per la quale occorre che l'esperto limiti al massimo la soggettività delle sue scelte.

La scelta del tasso per essere accettata deve essere razionalmente motivata ed imparziale; essa deve derivare dall'osservazione del mercato (in primis le osservazioni sul mercato quotato, dove le informazioni sono più facilmente reperibili) dove opera la

società oggetto di valutazione.

La mera scelta di *comparables*, ancorché quotati, non è comunque sufficiente alla determinazione del tasso da utilizzare. È influenzato da diversi fattori, tra cui la più importante, è che il tasso desumibile da transazioni comparabili. Questo rappresenta un tasso che deriva dal valore di scambio, e non quale investimento strategico

Per poter quantificare “*l’orizzonte temporale d’investimento*” bisogna tener conto dell’analisi del periodo in cui si ritiene che, l’azienda oggetto di valutazione, possa coprire per poter sopperire al differenziale di redditività con le altre aziende operanti nel settore e quindi si riallinei al livello di redditività normale del settore. Di solito oggi l’osservazione del differenziale di reddito può estendersi anche fino ad un periodo di dieci anni.

Tuttavia, come già detto, la scelta dell’orizzonte temporale non è fissa ma dipende dalla tipologia di azienda di fronte alla quale si trova il perito, ricordando che l’orizzonte temporale si potrebbe ritenere più lungo nel caso sia presente un avviamento positivo. In caso invece di avviamento negativo, c.d. *badwill*, l’orizzonte temporale deve essere al contrario, limitato. Questo perché l’azienda per recuperare questo “valore negativo” di partenza deve muoversi in tempo celere per evitare il dissesto.

Pertanto, l’orizzonte temporale dovrebbe essere stabilito in un periodo compreso tra i tre e i cinque anni ed essere sempre supportato da piani di ristrutturazione razionali e documentati.

Infine, il *tasso di attualizzazione* dovrebbe rappresentare il puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo.

Questo è da considerare un tasso che non dipende dall’attività dell’impresa, ma solamente dallo scorrere del tempo se si fosse investito in un titolo privo di rischio (a titolo di esempio, il rendimento dei titoli di Stato).

Una volta specificato gli assunti alla base del metodo, entriamo nel vivo del metodo, mediante una disamina delle versioni del metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell’avviamento, che può presentare tre versioni alternative:

- A) Con attualizzazione limitata del profitto medio;
- B) Con attualizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi;
- C) con capitalizzazione illimitata del sovra reddito

3.4.1.2 Le formule

Tra i diversi modelli utilizzabili per la pratica applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale, i più usati sono quelli relativi alla capitalizzazione:

Con attualizzazione limitata del profitto medio

$$W = K + a n^{-i} (R - iK)$$

dove:

W = valore dell'azienda

K = patrimonio netto contabile rettificato

R = reddito medio atteso normalizzato

i = Rappresenta un rendimento, ritenuto soddisfacente, in relazione al rischio dell'entità oggetto di valutazione. Sostanzialmente trattasi del tasso d'interesse «normale» rispetto al tipo d'investimento considerato.

i' = tasso di attualizzazione, esprime il compenso finanziario dovuto al "trascorrere del tempo", non è quindi riferibile al rischio aziendale, bensì rappresenta quel tasso di rendimento che si sarebbe ottenuto se il capitale aziendale fosse stato investito in titoli privi di rischio o con nessuna incertezza sul reinvestimento del flusso (titoli di Stato meglio se zero *coupon*).

$a n^{-i}$ = fattore di attualizzazione

In altri termini, il metodo sovraesposto mette in relazione il patrimonio netto rettificato con i rendimenti attualizzati netti dei redditi futuri.

- Illimitata del sovra reddito

$$W = K + \frac{(R - iK)}{i'}$$

dove:

W = valore dell'azienda

K = patrimonio netto contabile rettificato

R = reddito normalizzato

i = tasso di rendimento normale rispetto al tipo d'investimento considerato

i' = tasso di capitalizzazione

Nella formula sopra espressa, il valore economico del capitale è rappresentato dalla somma del patrimonio netto contabile rettificato e l'avviamento prodotto indefinitamente nel corso del tempo (come una rendita perpetua).

In merito, si potrebbe anche operare come segue (versione meno utilizzata):

$$W = \frac{1}{2} \times \left[K + \frac{R}{i} \right]$$

- Con attualizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi

Nel caso in cui fossero presenti dei piani pluriennali, si potrebbero utilizzare i valori specifici del reddito normalizzato rettificato per ogni anno, così come i valori del capitale rettificato che ogni anno l'azienda potrebbe produrre. In formula:

$$W = K + [(R_1 - i) \cdot K_1] \cdot V^1 + (R_2 - i) \cdot K_2 \cdot V^2 + (R_n - i) \cdot K_n \cdot V_n]$$

dove:

W = valore dell'azienda;

K = patrimonio netto rettificato;

R₁... R_n = reddito normalizzato per esercizio

i = tasso di remunerazione del capitale investito;

V¹, V², Vⁿ = fattore di attualizzazione.

K₁ = capitale netto da remunerare

In sostanza, il metodo in questione prevede l'attualizzazione, per un definito periodo di tempo dei valori (analitici) anno per anno.

3.4.2. Le valutazioni relative: i criteri empirici

I criteri empirici hanno registrato negli ultimi anni un buon utilizzo; tale successo è da attribuire al grande sviluppo di operazioni di finanza straordinaria all'interno dei mercati. In concreto i metodi empirici sono espletati da alcuni indici ottenuti dal rapporto tra il valore economico dell'azienda e le informazioni principali contenute nel bilancio delle società. Il successo è basato sul fatto che le informazioni sono relativamente "facili" da reperire e la loro applicazione *può sembrare di immediata applicazione*. Non è così!

Gli approcci empirici maggiormente utilizzati si possono riassumere in:

- il metodo del prezzo delle azioni quotate in borsa,
- i moltiplicatori e
- i parametri rilevanti per particolari settori (si tratta di settori che seguono logiche differenti dalle imprese industriali quali, le imprese editrici, la capacità di raccolta nelle imprese finanziarie, oppure, i portafogli nelle imprese assicurative).

Quanto ai *metodi di mercato*, questi sono basati sul confronto di multipli relativi ad aziende *competitors* che fanno parte del settore della *tested party*.

Sia i metodi empirici sia quelli di mercato fanno comunque riferimento ad informazioni disponibili sul mercato finanziario e la loro applicazione fornisce quale risultato il valore economico dell'azienda, sulla base delle stime osservate nelle transazioni comparabili, che per definizione monitorano l'andamento del mercato. Solitamente sono utilizzati come termine di confronto con i metodi fondamentali (metodi di controllo).

3.4.2.1. Multipli di borsa e le transazioni comparabili

Le metodologie basate sui multipli di borsa permettono di stimare il valore aziendale sulla base delle informazioni desumibili dal mercato di cui fa parte l'azienda valutata, trattandosi in particolare del rapporto tra i prezzi di mercato ed alcune grandezze economico-finanziarie, presenti all'interno del bilancio.

In sostanza, l'applicazione del metodo prevede che si applichi il rapporto (o multiplo) desunto dal mercato (transazioni comparabili) alle grandezze del bilancio dell'entità oggetto di valutazione. Il valore del capitale economico si determina applicando i dati esogeni a delle grandezze endogene. A mero titolo esemplificativo l'indice *Price to*

Earnings (P/E) rappresenta il rapporto tra la capitalizzazione di mercato dell'impresa e gli utili dell'impresa; moltiplicando il multiplo di mercato (desunto dal mercato di riferimento) per il valore degli utili della società si ottiene la stima del valore di mercato della stessa. Questo è un metodo di immediata applicazione, avendo a disposizione i dati storici, come: (I) la *distribuzione degli utili* e (II) il *valore corrente dell'azione* della stessa entità. Tutti dati facilmente reperibili quando l'oggetto di valutazione è una società quotata.

Una prima limitazione all'utilizzo di questo approccio si presenta se la società da valutare non è quotata. Difatti, in questi casi occorrerebbe disporre di una base dati solida da utilizzare come *benchmark* di riferimento. Il reperimento di tali informazioni risulta però spesso molto costoso da sopportare e quindi si preferisce non utilizzare questo metodo per le entità che non soggiacciono alle stringenti regole dettate dal mercato borsistico.

Una seconda limitazione è rappresentata dalla scelta dei comparables. Occorre infatti prestare attenzione alla scelta del campione su cui verrà condotta l'analisi, in quanto occorrerà identificare le società che esprimono le caratteristiche più aderenti alla società oggetto di valutazione. Non è facile riscontrare una perfetta comparabilità fra un'azienda ed un'altra, quindi nonostante si proceda con le dovute rettifiche, non sempre è detto che il valore possa essere assimilabile all'azienda oggetto di valutazione. Per questo motivo è consigliabile che questo metodo venga utilizzato principalmente come metodologia di controllo di altri metodi valutativi, sebbene l'uso dei moltiplicatori abbia avuto nell'ultimo decennio una buona diffusione.

In sintesi, le fasi relative alla loro pratica applicazione si sostanziano nella:

- *scelta del campione di riferimento* (ricerca delle aziende comparabili);
- *scelta di multipli significativi* per il *business* dell'azienda oggetto di valutazione;
- *influenza delle scelte e delle politiche aziendali*.

Relativamente *alla scelta del campione di riferimento*: l'individuazione di tutte le imprese attive ed operanti all'interno del mercato, avviene utilizzando, generalmente, un banca dati a livello locale, europeo o mondiale. La prima selezione riguarda, ovvia-

mente, il settore di riferimento, avendo cura di selezionare, nel caso di multiattività, anche le aziende che operano negli altri settori rispetto al settore principale, (rif., ad esempio, cod. ATECO). Ad esempio, uno dei parametri può essere l'area geografica su cui opera l'azienda, escludendo quindi le società che operano in mercati o contesti geograficamente (o funzionalmente) distanti. Altri fattori da considerare ai fini della comparabilità sono: le dimensioni aziendali (fatturato) e le sue caratteristiche; il capitale investito, le *performance* registrate nel passato, la struttura finanziaria, la quota di mercato soddisfatta e i fattori critici di successo, dei margini reddituali e degli indici "patrimoniali finanziari". Oltre che una scelta basata su caratteristiche quantitative, occorre verificare il campione, anche su basi qualitative, analizzando elemento per elemento le società che sono maggiormente aderenti alla valutata.

Per quanto attiene alla determinazione dei moltiplicatori in base ai valori di tali imprese, si determina solitamente il valore dei multipli rapportando la capitalizzazione di borsa con i principali risultati economici delle aziende appartenenti al campione; successivamente, può essere applicata una media ponderata, eliminando gli *outliers*, al fine di escludere quelle aziende che, per le ragioni più varie, possono discostarsi dal valore medio del multiplo.

La determinazione del valore avviene infine applicando ai valori determinati costituenti il multiplo di riferimento, ai corrispondenti valori contabili (scelti) dell'azienda target.

Price-earnings ratio:

È l'indicatore che rappresenta uno dei pilastri dell'approccio *equity side*. Mette in relazione l'utile netto con il prezzo corrente dell'azione. Misura le *performance* aziendali tramite l'utile netto e per questo motivo è ampiamente utilizzato. La sua applicazione richiede particolari operazioni.

In particolare, l'utile deve:

- comprendere eventuali risultati infrannuali
- essere depurato dagli effetti di eventuali cambiamenti nelle politiche contabili;
- essere rettificato da costi e/o ricavi straordinari;
- considerare il carico fiscale relativo alle indicate rettifiche;
- considerare se le quotate hanno beneficiato di un'aliquota fiscale ridotta dovuta

all'utilizzo di perdite pregresse o alla tassazione di gruppo.

Se la società da valutare non è quotata si deve anche:

- analizzare le caratteristiche delle società simili al fine di verificare il campione;
- confrontarle con le caratteristiche della società da valutare;
- tener conto della loro possibile influenza sul valore e sulla capacità prospettica di generare ricchezza per gli azionisti.

Una variante del *P/E ratio* è costituita dal *Price/Cash Flow ratio*:

$$V/U$$

dove:

V = Valore di mercato del capitale azionario;

U = Utile netto di bilancio al netto di costi o proventi straordinari, maggiorato dagli ammortamenti.

Variante del Price/Cash Flow ratio è poi il seguente rapporto:

$$V/U_i$$

dove:

V = Valore di mercato del capitale azionario

U_i = Utile netto di bilancio al netto di costi o proventi straordinari maggiorato da:

- ammortamenti al netto degli investimenti;
- altri costi non monetari significativi (accantonamenti netti al fondo TFR - Investimenti in *Working Capital*).

Tale multiplo è utilizzabile in imprese che operano in settori maturi e con flussi di cassa stabili.

Il multiplo risulta sensibile rispetto alle politiche di ammortamento di ogni paese, motivo per il quale invece che l'utile (seppur al netto di "*working capital*" ed ammortamenti) solitamente si preferisce utilizzare il cash-flow che è un dato più stabile e significativo del settore dell'azienda. Tuttavia, deve rilevarsi come tale rapporto, giustificato dal metodo di valutazione del "*leveraged cash flow*", non è certamente di facile determinazione.

I flussi di cassa devono essere normalizzati, vale a dire che per poter essere confrontabili tra loro, bisogna che vengano “depurati” delle componenti straordinarie che possono variare da azienda ad azienda e da settore a settore.

Multiplo del reddito operativo (EV/EBIT)

Rappresenta il multiplo desumibile dal valore di mercato del capitale di debito e del capitale proprio diviso il reddito operativo. Viene utilizzato con lo scopo di neutralizzare le diverse politiche di bilancio che potrebbero influire sul campione, rendendolo disomogeneo. *Il reddito operativo* utilizzato è al lordo delle imposte, ma imprese simili che operano in Paesi diversi sono spesso soggette a differenti sistemi di tassazione. Questo un elemento distorsivo per il confronto. A volte si preferisce utilizzare una variante di tale moltiplicatore: il *Market Enterprise Value* (Margine Operativo lordo):

$$V/U_2$$

dove:

V = Valore di mercato del capitale azionario e del debito finanziario;

U₂ = Utile operativo di bilancio maggiorato dagli ammortamenti.

Aggiungendo gli ammortamenti all’utile che deriva dal bilancio si cerca di limitare gli effetti delle diverse politiche di ammortamento nei vari paesi, come detto in precedenza nell’indice V/U_i .

Price-Sales ratio (Valore di mercato del capitale azionario e dei debiti / Fatturato)

È un indicatore che compara la capitalizzazione di mercato con i ricavi dell’entità che si sta valutando. Viene consigliato per la sua semplicità ma che non sempre riesce a fornire adeguate informazioni sulle politiche interne alla società. Ci sono forti limitazioni nell’utilizzo di tale metodo, in quanto esso non prende in considerazione la composizione dei ricavi.

Price/Sales (P/S) ratio - Multiplo del fatturato presenta limiti analoghi al multiplo dell’utile operativo; ha però, a suo vantaggio i seguenti principali aspetti:

- è un indice stabile nel tempo;
- è propenso a valutare in modo analitico le imprese in perdita;
- non tiene conto di quelli che sono artifici contabili o politiche dei vari paesi, che non rientrano nella valutazione delle vendite.

Multiplo del margine operativo lordo (EV/MOL)

Rappresenta il multiplo desumibile dalla somma del valore di mercato del capitale proprio e del capitale di debito ed il reddito operativo lordo. Valgono le stesse considerazioni espresse per il multiplo EV/EBIT.

Price-Book Value ratio (Valore di mercato del capitale azionario/Patrimonio contabile netto)

Mette in relazione il valore di mercato del capitale azionario con il patrimonio contabile netto. Amply utilizzato in paesi che non hanno alle loro spalle anni di decisa inflazione. Il motivo è ovvio: la stratificazione del valore delle azioni in paesi ad alta inflazione genererebbe un errore nella quantificazione del valore di mercato, sottostimando il multiplo stesso. Allo stesso modo, non dovrebbe essere utilizzato in entità che non utilizzando il *fair value* quale metodo di redazione del bilancio d'esercizio e/o che non applichino politiche di bilancio.

Price/Book Value (P/BV) - Multiplo del Patrimonio Netto

È un metodo che solitamente viene utilizzato per attività, come quella bancaria ed assicurativa, che *solitamente* producono flussi reddituali bassi ma al tempo stesso presentano una solidità patrimoniale maggiore a tante imprese presenti in altri settori. Può egualmente indicarsi come:

$$V/PN$$

dove:

V = Valore di mercato del capitale azionario;

PN = Patrimonio contabile netto.

In alternativa:

$$(ROE - g)/(K_e - g)$$

dove:

g = tasso di crescita atteso nel lungo termine dell'utile netto.

Anche nel caso di questo indice il suo valore è influenzato dalle politiche contabili che sono adottate dalla società oggetto di valutazione.

In generale, quando vengono utilizzati i multipli, non si prende in considerazione un periodo standard (che può andare dai 3 ai 10 anni) ma un periodo variabile, in dipendenza dell'analisi da svolgere. Le fluttuazioni che possono avere caratterizzato la borsa nel periodo di tempo in cui si svolge l'analisi costituisce un aspetto molto importante; infatti, l'instabilità che caratterizza i mercati borsistici potrebbe causare una dilatazione del periodo, al fine di poter ridurre gli errori legati alla stessa instabilità e rendere il campione maggiormente comparabile e aderente alla realtà.

Oltre alle indicazioni reperibili dal mercato (quotazioni di borsa), bisogna tenere anche degli aspetti contabili dell'azienda, sia che queste siano consuntivi o previsionali, in modo tale da essere quanto più coerenti possibile con l'azienda di cui si sta facendo la valutazione:

In ogni caso si dovrebbe tenere presente che per la valutazione di una società quotata, di prassi, non vada utilizzato solamente un multiplo, bensì almeno due oppure una media ponderata degli stessi che dia un valore unico, ma facendo sì che si eviti che la valutazione dipenda da un unico fattore.

Generalmente si utilizzano in abbinamento i rapporti il P/E ed il P/CF, oppure i rapporti EV/Ebitda ed EV/Ebit oppure in alternativa il rapporto EV\Sales. L'utilizzo di quest'ultimo è preferibile su aziende di nuova costituzione con margini reddituali negativi. Come già in precedenza indicato, l'applicazione del metodo dei multipli consente alcuni vantaggi, questi sono però legati all'attenzione che viene fatta nello scegliere con accuratezza il campione di aziende su cui calcolare i multipli.

Sono da evitare, quindi, quelle assunzioni fuorvianti che potrebbero inquinare la costruzione del campione e di conseguenza l'intera valutazione. Come abbiamo visto in alcuni multipli di mercato il numeratore è dato dall'Enterprise Value (EV). Questo comprende però oltre all'indebitamento finanziario anche anche, ad esempio, il *working capital*, frutto delle politiche gestionali dell'azienda stessa.

Si considerano poi dei margini come l'EBITDA o l'EBIT. Questi nelle aziende che svolgono un'attività economica caratterizzata da un aspetto di ciclicità possono avere dei risultati che inficiano il calcolo del multiplo finale, per questo motivo è consigliato fare una media ponderata dei risultati annuali. I multipli presentano poi, certamente, dei limiti per le aziende che si trovano nelle seguenti situazioni:

- in fase di ristrutturazione;

- in “*start up*”;
- con una redditività molto bassa o inesistente.

In tutti i casi precedentemente elencati è buona prassi che vengano utilizzati i dati dell'azienda, quando questa è nel punto più alto della sua redditività o “a regime” (come si dice in gergo) per poter avere una valutazione più pulita e coerente. Non bisogna mai dimenticarsi, come sopra detto, però che i multipli traggono origine dalle voci contabili, che sono a loro volta caratterizzate dall'applicazione dei principi e delle norme contabili e che queste possono non essere correttamente applicate. Inoltre, considerando le necessarie informazioni di mercato che vengono richieste, per utilizzare il metodo dei multipli è generalmente necessaria la disponibilità di un “*database*” affidabile. Anche la ricerca di informazioni non è di facile realizzazione, in quanto dipende dalla presenza e dall'affidabilità delle informazioni cercate e reperite, che rappresenta, sicuramente, un lavoro dispendioso e corposo.

Per le altre società, oltre alle quotate, il grado di riservatezza delle informazioni è ritenuto ancora troppo alto e tale da non potere assumere informazioni necessarie ed importanti ai fini valutativi. Nella realtà, tutte le condizioni e difficoltà sono difficilmente presenti in maniera simultanea, ed è per questo motivo che spesso il valutatore ricorre al metodo dei multipli come metodo di controllo per la valutazione svolta utilizzando uno di quelli che sono stati spiegati in precedenza.

3.5 LA VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE AZIENDALI: L'EVA ED IL REI

Al giorno di oggi le imprese sono alla continua ricerca di situazioni di mercato che possano aumentare la loro redditività e la loro competitività, ma al tempo stesso operano in mercati che sono caratterizzati da non poca incertezza e turbolenza, che le mette di fronte a delle scelte non facili. Ne è l'esempio lampante la situazione epidemiologica che stiamo vivendo. In tale contesto, i tradizionali sistemi di pianificazione e controllo di gestione si sono rivelati insufficienti al fine di evidenziare la creazione del valore, in virtù del fatto che stimano le condizioni economiche e gestionali in un orizzonte temporale legato al breve periodo.

Le imprese sono così tenute a rivedere il loro sistema di pianificazione e controllo, in

modo tale che questo possa avere, al suo interno, delle componenti che siano in grado di valutare anche delle situazioni che si potrebbero presentare nel medio-lungo periodo. Devono così introdursi sistemi di misurazione che siano atti a verificare e gestire la creazione di valore nel tempo.

In questo contesto, risultano di fondamentale importanza i sistemi di gestione delle informazioni, che possono permettere all'intera catena aziendale, dal basso fino ad arrivare alle figure apicali, di avere contezza delle variabili che nel tempo potrebbero essere fonte di valore e la struttura organizzativa si concentra quindi su reali **value drivers** che creano vantaggi economici-finanziari competitivi nel tempo.

Il sistema di controllo serve a comunicare ai soggetti che si occupano della parte operativa come comportarsi, al fine di sfruttare i vantaggi raggiungibili dall'organizzazione della struttura aziendale, focalizzando l'attenzione sugli aspetti dell'attività che principalmente creano valore^[81].

Di fondamentale importanza diventa quindi l'aspetto legato all'informativa economico-finanziaria, con riguardo al raggiungimento di specifici traguardi, che possono essere monitorati attraverso diversi sistemi; tra questi focalizzeremo la nostra attenzione sull'*Economic Value Added (EVA)* e sul *Risultato Economico Integrato (REI)*.

3.5.1. *L'Economic Value Added (EVA)*

La metodologia dell'EVA è volta alla misurazione della performance in grado di massimizzare il risultato per gli azionisti. Secondo quanto detto dall'EVA, questo misura il valore "creato", inteso come il profitto al netto del costo del capitale investito per generarlo.

Tale metodologia mista è utilizzata in ottica "*Assets Side*" ma è in grado di misurare anche l'extra-reddito derivante dall'investimento del capitale economico ed, in questo senso, deve essere considerato. Ovvero, come differenziale positivo tra il saggio della redditività aziendale ed il costo delle risorse impiegate per il suo conseguimento.

L'Economic Value Added misura la creazione di valore economico generata dalla corret-

⁸¹ Un valido strumento di pianificazione e controllo è rappresentato dalla *Balanced Scorecard* che si basa su un sistema di indicatori-chiave, correlati alle attività operative e coerenti con gli obiettivi strategici dell'impresa. Questi oltre a misurare la dimensione economico-finanziaria dell'attività valutano anche e soprattutto le performance aziendali rilevanti per la creazione di un valore duraturo.

ta gestione ed utilizzo delle risorse che l'impresa investe.

L'assunto alla base del metodo è la creazione/distruzione del valore nel dettaglio quando il rendimento del capitale investito è maggiore del costo di questo, allora l'**EVA > 0** e si *crea valore*; al contrario se il rendimento è inferiore al costo del capitale investito allora abbiamo un **EVA < 0**, con conseguente *distruzione del valore*.

Se questa è la sostanza dell'EVA, e abbiamo visto come sia facile la sua comprensione, è altrettanto facile immaginare che questo sia uno degli indicatori più utilizzati per comunicare agli investitori il risultato di un investimento (o la redditività dell'azienda, ecc.). Tra i difetti attribuibili a questa specifica metodologia vi è l'utilizzo di un *reddito non normalizzato*, quindi l'EVA misura gli extra-valori calcolati sul capitale investito o per spiegarlo meglio:

Capitale investito netto (C₀)

+ Somma dei Valori attuali degli EVA degli anni

+ Valore residuo

- Debiti Finanziari Netti

= **Valore aziendale**

Tradotto in una formula avremo:

$$W = C_0 + \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + Wacc)^t} - D$$

Enterprise Value (EV) - Debito

dove:

D = indebitamento

$$MVA = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + Wacc)^t}$$

= **MVA** (Market Value Added)

e **C₀**:

Capitale investito (**C₀**) = somma del Capitale Circolante Netto e delle attività immobilizzate.

EVA = (rendimento del C₀ - costo del C₀) × C₀

Tenendo conto che:

$EVA = NOPAT \text{ (Net Operating Profit After Tax)} - (WACC \times C_0)$

dove:

NOPAT = EBIT

- imposte effettivamente pagate,
- + Ammortamenti sui beni intangibili,
- + Accantonamenti per spese future,
- Effetto fiscale per la deducibilità degli oneri finanziari (scudo fiscale),

quindi al reddito operativo al netto delle imposte si detrae il:

WACC x C₀ = Costo delle fonti di finanziamento.

Relativamente alle altre componenti della formula c'è da considerare *l'arco temporale previsionale*, che in particolare tiene conto del periodo in cui l'azienda potrebbe produrre dei rendimenti superiori al capitale investito e che, una volta esaurito il termine, l'investimento potrebbe considerarsi non più in grado di produrre extra-reddito e quindi inutilizzabile ai fini del calcolo dell'EVA. A sua volta *il tasso di attualizzazione* deve considerare il costo medio ponderato del capitale (WACC) che è un parametro che permette all'azienda, anche in virtù della struttura finanziaria scelta dall'azienda in termini di capitale investito, di capire se questa sarà in grado o meno di produrre reddito. Il WACC, come abbiamo già avuto modo di vedere in precedenza, è dato dalla media ponderata tra il costo del capitale di debito ed il costo opportunità del capitale di rischio (*capitale proprio*).

La metodologia dell'EVA è quindi caratterizzata dalla capacità di evidenziare la capacità dell'azienda di produrre un rendimento superiore al costo del capitale investito, sostanzialmente alla capacità che ha l'azienda di creare o distruggere valore.

Per questo motivo tiene conto dei risultati attesi, che vengono rettificati sulla base delle aspettative sulla gestione futura dell'azienda. L'applicazione del modello comunque dipende molto dalle diverse variabili utilizzate come:

- *le assunzioni* sui risultati attesi,
- *l'orizzonte temporale* di riferimento,
- *il costo del capitale*.

Si deve osservare che nel costo del capitale di rischio sarà sempre più importante tener conto dei rischi aziendali, non solo nella dimensione economico-finanziaria, ma anche in quella ambientale, sociale e di governance, ovvero di un'analisi ESG dei rischi aziendali (*ESG = Environment, Social, Governance*).

3.5.2. Il Risultato Economico Integrato

Il Risultato Economico Integrato (REI) cerca di far fronte a questa limitazione esprimendo una misura di performance aziendale, non considerando solamente il risultato economico normalizzato, ma anche i possibili cambiamenti che gli *asset* possono avere nel periodo futuro al quale si riferisce il sistema di gestione e controllo aziendale. In questo modo si cerca di limitare il problema spesso secondo cui i risultati contabili che sono presenti in bilancio non sempre possono essere coerenti con l'attività che intende svolgere l'impresa. Questa metodologia richiede, perciò, che il risultato economico venga normalizzato, tenendo conto anche di possibili *plus/minus* valenze che sono legate alla valutazione dei beni immateriali.

Traducendo la metodologia del Risultato Economico Integrato in una formula avremo:

$$\mathbf{REI = RN + \Delta P + \Delta I}$$

dove:

RN = Reddito contabile normalizzato:

ΔP = Variazione delle plusvalenze/minusvalenze latenti (non rilevate dalla contabilità) per alcune categorie di beni e su poste contabili del passivo;

ΔI = Variazione del valore dello stock dei beni intangibili o differenza tra la somma dei valori di questi beni all'inizio ed alla fine del periodo considerato.

Quindi, nell'applicazione pratica del metodo, la prima cosa da fare è normalizzare il reddito cercando di eliminare gli effetti dell'iscrizione nei documenti contabili ed eventuali componenti straordinarie che possono inquinare il reddito. Successivamente, si dovrà tenere conto di eventuali *plus/minus* valenze che sono legate alla valutazione dei beni immateriali e che, per questo motivo, spesso non sono visibili in bilancio. Infine, si dovranno eliminare gli effetti discorsivi dell'inflazione per ottenere il risultato "reale".

4 LA REDAZIONE DELLA PERIZIA: LA RACCOLTA E LA ELABORAZIONE DELLE INFORMAZIONI

4.1. CONOSCERE L'ORGANIZZAZIONE DI CUI SI DEVE REDIGERE LA PERIZIA DI VALUTAZIONE: LA RACCOLTA DELLE INFORMAZIONI

Alessandra **Tami**

Redigere una perizia di valutazione, dopo aver ricevuto la nomina, richiede la raccolta di adeguate informazioni. Oltre alla raccolta dei documenti cartacei e digitali, rimane l'importanza della programmazione di visite per riscontri e controlli presso la sede/ sedi dell'organizzazione di cui si è incaricati della valutazione. La programmazione di tali incontri, oltre a raccogliere la documentazione, serve anche a svolgere colloqui con i membri dell'amministrazione, al fine di valutare l'adeguatezza della struttura e del sistema di amministrazione e controllo, per la valutazione sull'attendibilità delle informazioni contenute nella documentazione che viene fornita.

La lista della documentazione che viene proposta non è esaustiva e dipende dalla tipologia dell'azienda, dal suo core *business*, dalle caratteristiche del settore.

Come richiesto dalle diverse metodologie di valutazione d'azienda, sono importanti le informazioni su:

- scenario globale di riferimento
- andamento settore specifico della realtà aziendale
- informazione sui rischi di scenario e di settore.
- Informazioni sul *business*, sulla *supply chain*, sul mercato, sui concorrenti, *etc...*

Molte di queste informazioni dovrebbero essere disponibili in azienda, soprattutto per le imprese di dimensioni maggiori, in quanto necessarie per la redazione dei piani aziendali.

Va inoltre osservato che l'evoluzione del rapporto con il sistema finanziario chiede alle imprese lo sviluppo di strategie molto più attente alla sostenibilità non solo economica, ma anche sociale e ambientale, in linea con le sfide del cambiamento climatico e alla necessità di collaborare all'ottenimento di cui 17 obiettivi di sviluppo sostenibile (SDGs) dell'agenda 2030 dell'ONU.

Al fine della stessa definizione dei parametri previsti dai modelli di valutazione su tassi di attualizzazione, di crescita, costo del capitale di rischio e costo del capitale di credito diventa importante verificare se il sistema di amministrazione e controllo della realtà aziendale sta predisponendo la raccolta di informazioni non finanziarie, che saranno sempre più richieste per una migliore comunicazione con il mondo finanziario.

Pertanto comprendere il *business* aziendale, la sua sostenibilità in termini di Profit, People, Planet diventa critico al fine della valutazione dei parametri che entreranno nelle metodologie di valutazione.

Le norme previste per la validità della perizia sono definite anche dalla Volontaria Giurisdizione; alcuni Tribunali e/o il Notaio che, per la semplificazione, ha sostituito gli uffici giudiziari, richiedono:

1. Una situazione patrimoniale di riferimento con date non lontane per la redazione della perizia.

Pur tenendo conto che le informazioni dipendono dalla natura della realtà oggetto di valutazione, sulla base delle *best practice* sviluppate dalla professione, di seguito si propone un elenco non esaustivo della documentazione da raccogliere, pur tenendo conto che saranno diversi se oggetto di valutazione è un ramo d'azienda o l'intera azienda che viene conferita.

2. I bilanci d'esercizio pubblicati dalla realtà oggetto di valutazione almeno per i tre anni precedenti, al fine di individuare i driver della generazione di valore economico di quella realtà, se disponibili.

3. Le schede contabili dell'anno di valutazione, al fine di una verifica dell'esistenza dei beni stessi. Va osservato che diversa è la situazione di una realtà che certifica i suoi bilanci, da aziende che hanno o non un organismo di controllo. Per tanto il perito deve svolgere nelle realtà meno strutturate anche un ruolo di verifica dell'esistenza del complesso di beni e di condizioni che compongono il patrimonio aziendale. Una lista non esaustiva può essere:

1. Libro cespiti anno;
2. Riepilogo Magazzino con dettaglio dei singoli beni e relativa valorizzazione;

3. Scheda contabile dei Ratei Attivi con dettaglio e valore delle singole voci;
4. Scheda contabile dei Risconti Attivi con dettaglio e valore delle singole voci;
5. Scheda contabile dei Ratei Passivi con dettaglio e valore delle singole voci;
6. Riepilogo dei Prodotti Finiti. con relativo elenco e prezzo medio di vendita;
7. Prospetti dettagliati dei contratti di Leasing e rispettivo stato di avanzamento dei contratti stessi;
8. Prospetti dei finanziamenti in essere, copia dei relativi contratti e relativi piani di rimborso;
9. Copia dichiarazione IVA e dichiarazioni dei redditi;
10. Dettaglio dei rapporti con i Clienti in contenzioso alla data della situazione patrimoniale di riferimento;
11. Altri dettagli sulla base dell'esperienza;
12. Elenco delle assicurazioni e delle relative Perizie assicurative;
13. Il *Property Report* o Relazione Catastale dei beni immobili posseduti;
14. Visura estratta della Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura;
15. La rendicontazione periodica del valore corrente al *Mark to market* degli strumenti derivati;
16. Copia della dichiarazione non finanziaria o di rendicontazioni di sostenibilità, se esistente;
17. Certificazioni di qualità, se possedute;
18. Elenco del personale e relative competenze, TFR maturati;
19. *Business plan* per almeno il triennio, quinquennio successivo.

L'obiettivo è quello di avere un quadro esaustivo dei punti di forza e di debolezza della realtà oggetto di valutazione, al fine della valutazione della sostenibilità della strategia sviluppata, della presenza di una condizione di continuità, elementi critici per l'applicazione degli stessi metodi di valutazione suggeriti dalla dottrina e applicati dalla prassi.

I materiali critici saranno allegati alla perizia, per essere depositati presso l'ufficio del registro delle imprese in allegato ai verbali redatti dal Notaio per l'operazione di conferimento, applicando le opportune procedure di digitalizzazione.

Sarà a carico del Perito valutare quali documenti siano essenziali da allegare, quali

debba essere conservati per eventuali riscontri qualora possano sorgere delle problematiche successivamente al conferimento.

4.2. POSSIBILE INDICE DI UNA PERIZIA

La stesura della perizia prevede una parte obbligatoria, e una parte legata alla tipologia della realtà oggetto di valutazione.

La parte obbligatoria richiede i dati identificativi della realtà oggetto di valutazione, come verificati dalla documentazione fiscale, civilistica, aziendale.

Oltre alla identificazione, sulla base dei certificati di iscrizione alla CCIAA, ufficio del registro, uffici fiscali, etc., il perito deve illustrare la tipologia di *business* della realtà oggetto di valutazione, al fine di comprendere il criterio di valutazione coerente con la tipologia di azienda.

Di seguito si propone un indice, che naturalmente va adattato alla specifica situazione in cui viene redatta la perizia:

INDICE

- 1. Incarico**
 - 1.2 Premessa metodologica
 - 1.3 Requisiti dell'esperto
- 2. La valutazione oggetto del presente incarico**
 - 2.1. Data di riferimento
 - 2.2. Informazioni sull'operazione di conferimento
 - 2.3. La società Conferitaria
 - 2.4. La società Conferente
 - 2.5. Documentazione esaminata
 - 2.6. Lavoro svolto
 - 2.7. L'azienda
 - 2.7.1. Il settore di riferimento
 - 2.7.2. Il perimetro dell'azienda
 - 2.8. Il modello di *business*
 - 2.9. I dati economici e patrimoniali alla data della perizia
 - 2.10. Giudizio di affidabilità dei dati contabili alla data di riferimento
 - 2.11. Il patrimonio netto dell'azienda
 - 2.12. Il *business plan* anno 200x-200x+4
- 3. La misurazione del capitale economico aziendale: definizione e metodologie principali**
 - 3.1. L'Enterprise value e il valore del Patrimonio netto

- 3.2. I principi di riferimento per le valutazioni *ex art.* 2343 c.c.
- 3.3. Metodologie dirette e metodologie indirette: uno schema di analisi
- 4. I criteri metodologici di valutazione**
 - 4.1. Le metodologie indirette
 - 4.2.1. I metodi patrimoniali
 - 4.2.2. Il metodo reddituale
 - 4.2.3. Il metodo misto patrimoniale-reddituale
 - 4.2.4. Il metodo finanziario del DCF
 - 4.2.5. Le metodologie dirette o di mercato
 - 4.2.5.1. I multipli di mercato o di società comparabili
 - 4.2.5.2. I multipli di transizioni comparabili
 - 5. La valutazione del capitale economico dell'azienda: aspetti applicativi**
 - 5.1. Ipotesi e limitazioni
 - 5.2. La scelta della metodologia valutativa
 - 5.2.1. La stima del tasso di attualizzazione
 - 5.3. La misurazione del valore dell'azienda oltre il periodo di previsione esplicita
 - 5.4. La misurazione del valore aziendale dell'azienda con il metodo finanziario
 - 5.5. La misurazione del capitale economico della società
 - 6. Il metodo di controllo**
 - 6.1. La misurazione del capitale economico con i metodi diretti
 - 6.2. La valutazione dell'azienda
 - 7. Sintesi finale della valutazione e conclusioni**

ALLEGATI

L'indice rappresenta una sintesi delle *best practice* osservate in un campione di perizie, depositate presso il registro delle imprese, a corredo di operazioni straordinarie di aumento del capitale con conferimenti in natura.

Ricordiamo che la normativa dal 2003, con la riforma societaria, ha notevolmente semplificato le procedure per gli aumenti di capitale in natura, con l'obiettivo di favorire le operazioni di aggregazione aziendale, necessarie affinché il sistema produttivo italiano aumenti le dimensioni medie delle aziende, in un mondo dove le sfide della globalizzazione e la crescente incertezza degli scenari chiedono alle imprese strutture organizzative adeguate alle crescenti complessità.

La sfida per le imprese e per i loro consulenti è crescente.

Si rimanda al Titolo V del C.C. delle Società, e in particolare al CAPO V, Società per Azioni, agli artt. 2342, 2343, 2343-ter C.C. per le ipotesi di assenza di relazione di stima, nonché all'art. 2343-*quater* per gli adempimenti degli amministratori successivi al conferimento di beni in natura.

Per il conferimento in Società a Responsabilità Limitata il riferimento è agli art. 2464

e 2465 C.C., che non sono esattamente sovrapponibili agli articoli richiamati per le società per azioni, sia per la nomina del perito, sia per la tipologia di “beni conferibili”, in quanto la norma fa riferimento alla possibilità della “prestazione di opera o di servizi” a favore della società, pur assistita da adeguata “garanzia”.

4.3. PROBLEMATICHE RELATIVE ALLO SCENARIO NEL QUALE SI COLLOCA LA VALUTAZIONE

La valutazione di un’azienda o di un ramo d’azienda in sede di conferimento si presenta generalmente all’interno di procedure di riorganizzazione aziendale, tese a attribuire alla nuova realtà “*Newco*” una forma giuridica coerente con ipotesi di strategie di sviluppo o di razionalizzazione di realtà aziendali, facenti parte di un unico soggetto economico, vuoi in sede di *turna round* finanziario e gestionale, vuoi in sede di passaggio generazionale.

Il tema è molto ampio ed esula dal presente contributo.

Le operazioni di conferimento sono presenti all’interno di una pluralità di strategie:

1. Apertura del capitale a soci esterni e successiva operazione di quotazione;
2. Modifica della forma giuridica dell’azienda, da società di persone a società di capitali;
3. Operazione di *turnaround* all’interno di procedure di ristrutturazione, al fine di sviluppare specifici *business* aziendali, che possono trovare miglior sviluppo in una altra compagine produttiva;
4. Razionalizzazione delle diverse aree di attività di un’azienda, con la costituzione di diverse realtà, tese per esempio a separare la parte immobiliare dalla parte gestionale, con particolare riferimento a strategie di passaggio generazionale;
5. Non ultima, scelte di continuità per i rami d’azienda con prospettive di sviluppo, all’interno di procedure concorsuali derivanti da situazioni di crisi.

Il contesto nel quale si svolge l’operazione di conferimento non può non riflettersi sulla scelta del criterio di valutazione maggiormente coerente con la figura di valore che identifica la transazione.

4.4. PERIZIA DI STIMA E SCELTA DEI CRITERI DI VALUTAZIONE DI AZIENDA

Luciano **Tarantino**

La valutazione d'azienda è chiamata ad affrontare nuove sfide, per via del progressivo venir meno di alcuni importanti punti di riferimento. Si va diffondendo la consapevolezza che dopo un periodo nel quale le valutazioni si sono allontanate dall'analisi fondamentale, ora il pendolo si muove nella direzione opposta e richiede nuovamente agli esperti di valutazione di adottare un approccio di natura fondamentale, ma in contesti nuovi e più complessi, dove è più difficile disporre di solidi riferimenti cui ancorarsi. Non vi è più un unico driver principale cui ancorare l'analisi fondamentale, ma molti diversi driver legati fra loro dallo specifico modello di *business* dell'impresa e dalla sua evoluzione nel tempo.

Si osserva che la valutazione d'azienda è stata identificata spesso con il criterio reddituale puro, laddove il valore è funzione della capacità di reddito dell'impresa e non invece della sua dotazione patrimoniale quale elemento di rilevanza assoluta. In tal senso, il concetto di valore di capitale economico si contrappone al valore contabile come criterio alla base del criterio reddituale puro.

Il valore d'impresa è funzione della capacità di reddito corrente o a breve termine ed è quindi la qualità della valutazione si fonda la misura di reddito normale da proiettare nel tempo. In passato il tasso di capitalizzazione era sostanzialmente differenziato per categoria d'impresa e definito dalla funzione della redditività media storica di lungo periodo delle stesse delle diverse categorie.

Come ripreso in un famoso e storico articolo di Fisher Black sul *Financial Analyst Journal*, veniva richiesto al perito la stima del reddito normale, nel convincimento che il rischio eccedente rispetto alla misura normale di costo del capitale si traducesse in una maggiore prudenza nella stima del reddito stesso. La stima del valore d'impresa passava, dunque, dall'identificazione di un reddito economico che fosse di per sé una misura di valore e come tale traducibile in valore d'impresa sulla base di un multiplo Prezzo/utile costante.

Per fortuna, nel tempo si è via via consolidata l'idea, sia che si faccia riferimento al criterio reddituale puro, sia che si faccia riferimento al risultato economico integrato, che l'esperto deve identificare una misura di reddito economico in grado di esprimere una

dimensione di valore. Ciò per rispondere al compito valutativo che in passato ha visto i periti radicati sui principi di analisi fondamentale e molto meno su quelli finanziari. Nel tempo però anche i criteri finanziari hanno iniziato a mostrare limiti relativamente al peso spropositato attribuito al flusso di cassa previsto oltre il periodo di previsione esplicita. La conseguenza è stata una implicita trasformazione della natura del valore stimato: dal valore in atto del criterio reddituale puro si è passati al valore potenziale del Discount Cash Flow. Non è passato molto tempo, però, per capire che anche il DCF non forniva più multipli impliciti ragionevoli ed il criterio dei multipli finiva con il trasformarsi da criterio di controllo a criterio principale, con tutti i limiti che questo diverso ruolo comportava (mancanza di società comparabili, ecc.). Quindi si è diffuso il criterio di valutazione mista come l'*Economic Value Added*, capace di ridurre e annullare il peso del valore terminale. Ben presto anche questi criteri furono accantonati per i loro limiti nella rappresentazione contabile laddove la protezione dell'extrareddito all'infinito ha fatto venire meno la sua valenza. Di fronte al progressivo venir meno di punti di ancoraggio solidi, la valutazione d'azienda è oggi alla ricerca di un approccio olistico in grado di superare la dimensione statica dei precedenti modelli. Il valore è una funzione della capacità dell'impresa di competere, perché da tale capacità si determinano anche le prospettive di crescita ed il rischio. Poiché la capacità dell'impresa di competere è funzione non solo delle risorse di cui dispone alla data della valutazione, ma anche della sua capacità di rigenerare le risorse necessarie e di attrarne di nuove, valutare un'azienda implica la capacità di mappare le risorse d'impresa e di rappresentarne la dinamica nel tempo. Lo scenario di oggi vede che nonostante lo sviluppo di tecniche valutative fondate sui multipli, la divaricazione fra valori e prezzi ha comportato l'esigenza di tornare a criteri di valutazione di natura fondamentale. Anche nel campo dell'*asset pricing*, si sono sviluppati modelli di stima dei rendimenti basati su anomalie di mercato riconducibili a parametri di natura fondamentale cosicché i rendimenti attesi finiscono con l'incorporare dosi crescenti di elementi firm specific che il beta del CAPM non cattura. Nel campo più prettamente della valutazione d'azienda si diffonde il ricorso al costo del capitale implicito nei prezzi (di società o di transazioni comparabili) per superare i limiti del CAPM. Quindi un'ulteriore conferma di come nel tempo la vera sfida delle valutazioni riguarda la misurazione dei tassi di sconto da differenziare in relazione alle diverse configurazioni di valore (valore di investimento,

valore di mercato, valore intrinseco) ed alle diverse unità di valutazione (intera azienda, singolo titolo, partecipazione di controllo, partecipazione di minoranza).

4.4.1. Analisi dei modelli di *business*

Assume, dunque, grande importanza l'analisi del modello di *business* visto l'affermazione che il valore sia funzione della capacità dell'impresa di mantenere la capacità competitiva nel tempo. In tal senso il modello di *business* definisce le fasi della catena del valore che l'impresa presidia e finisce per condizionarne tanto la strategia quanto l'efficacia della proposta competitiva e non vi è dubbio che nello stesso settore convivono imprese caratterizzate da modelli di *business* diversi fra ciascuno dei quali si caratterizza per un proprio spazio economico confermando il c.d. polimorfismo d'impresa. Questo genera minacce di concorrenza che a parità di condizioni ne riduce la profittabilità di settore. L'analisi del modello di *business* dovrebbe consentire di identificare il reddito sostenibile di lungo periodo che raramente coincide con l'ultimo anno di previsione esplicita del piano aziendale. Il piano dovrebbe essere concepito come un ponte fra due capacità di reddito, di partenza e di arrivo e dovrebbe quindi fondarsi su un'analisi dinamica del modello di *business*. Poggiando su due punti di riferimento la valutazione evita, così, di cadere nell'errore di proiettare all'infinito il reddito dell'ultimo anno di piano (che è sempre superiore a quello corrente in quanto tutti i piani in genere prevedono crescita) ed obbligherebbe invece ad interrogarsi sullo spazio economico che l'azienda potrà occupare nel futuro, dato il suo modello di *business*:

- Attrarre risorse necessarie al suo sviluppo e mantenerle nel tempo;
- Perseguire scelte sostenibili e quindi socialmente responsabili;
- Generare profitti agli azionisti.

4.4.2. Regolamentazione e principi contabili

Valori contabili e valori economici differiscono perché rispondono a finalità diverse, ma la dimensione della differenza fra le due categorie di valori non è costante nel tempo in quanto dipende dai principi contabili adottati e l'evoluzione del modello di *business* delle imprese. Negli USA recentemente si è affermato sempre più il convincimento di come la progressiva riduzione nel tempo della relazione fra quantità contabili (economiche e patrimoniali) e capitalizzazione di borsa identifichino come causa princi-

pale del crescente divario il divieto di rilevare contabilmente gli intangibili formati internamente con il conseguente obbligo di spendere in conto economico i costi sostenuti per la loro formazione. Avendo assunto gli intangibili un ruolo via via sempre più rilevante nel definire il successo o l'insuccesso delle imprese, queste ultime competono investendo quote crescenti di risorse in beni intangibili. Questo genera inevitabilmente maggiori spazi di *earnings management*, misure di redditività del capitale alterate, una crescente attenzione alle variazioni di utile netto nel tempo: effetti che possono assumere dimensioni impressionanti anche in aziende mature. Un esempio ricorrente è stato Coca-Cola che per aver speso in conto economico costi pubblicitari pari al 64% dell'utile netto, ha presentato una capitalizzazione di Borsa pari a 12 volte il patrimonio netto contabile ed una redditività dei mezzi propri del 36%. Anche sul fronte regolamentare si assiste ad una relazione sempre più stretta fra vigilanza e valore di capitale economico. Basti citare i Non Performing Loans (NPL) nei bilanci delle banche il cui valore d'uso (riflesso nei dati contabili) risulta significativamente superiore al valore di scambio (riflesso nei prezzi di cessione degli NPL), cosicché la dismissione di NPL – stimolata dalla vigilanza – comporta perdite di capitale non necessariamente compensate da una riduzione dei coefficienti patrimoniali minimi a seguito di una minore incidenza di NPL sul patrimonio netto (*Texas ratio*).

4.4.3. Caratteristiche professionali richieste al valutatore

Le valutazioni sono giudizi ed il processo da seguire per giungere al proprio giudizio di valore deve essere ispirato a principi di trasparenza. Trasparenza non significa limitarsi ad una illustrazione delle formule valutative adottate, ma spiegare il processo che ha portato a selezionare gli input della valutazione e definire come si è formato il giudizio. Una valutazione trasparente è una valutazione che non si limita a descrivere cosa è stato fatto, ma spiega anche perché è stato fatto e con quale grado di dettaglio. Occorre quindi distinguere tra trasparenza formale e trasparenza sostanziale: dove la differenza risiede nella capacità della valutazione di trasferire al fruitore tutti gli elementi sulla base dei quali si è formato il giudizio dell'esperto. Gli esperti di valutazione vedono sempre più spesso il confronto con la revisione contabile aumentando via via la loro sensibilità verso il profilo di rischio della valutazione. Quindi il rischio intrinseco dell'attività oggetto di valutazione (c.d. *inherent risk*), il rischio di una base informativa

incompleta o inaffidabile e il rischio del modello valutativo.

Inherent risk: per il valutatore costituisce un dato o vincolo sul quale non può in nessun modo incidere (valutare una startup presenta un rischio intrinseco significativamente superiore rispetto a valutare un'impresa matura per via dell'assenza di un *track record* di risultati storici, di risultati contabili positivi, di *business* comparabili; così la valutazione di una partecipazione di collegamento in una società non quotata di cui si dispone solo dell'ultimo bilancio approvato presenta un rischio intrinseco molto maggiore rispetto alla valutazione di una partecipazione in una società controllata di cui si dispone di tutta l'informazione gestionale e dei piani).

Base informativa incompleta o inaffidabile: costituisce un'area sulla quale si può intervenire limitatamente e comunque nei limiti del mandato ricevuto dal committente. Anche quando l'incarico prevede una valutazione piena non si ritiene che sia comunque compito dell'esperto verificare la correttezza del bilancio certificato, né compiere una *due diligence*, né attestare il piano di cui fa uso. L'esperto è chiamato ad esprimersi sulla ragionevolezza della base informativa utilizzata.

Il modello valutativo viene così a costituire l'area sulla quale il valutatore deve e può intervenire per limitare il più possibile (dato il rischio intrinseco dell'attività da valutare e il tipo di mandato ricevuto) il rischio della valutazione.

4.4.4. La scelta del metodo: considerazioni finali

Le valutazioni stanno vivendo una fase intermedia in cui a fronte dell'accresciuta domanda dei *regulator* e dei committenti di valutazioni di buona qualità, gli esperti stentano a trovare una risposta comune come professione. In un contesto dove le valutazioni sono più difficili, le formule, i modelli e più in generale le tecniche non solo non sono sufficienti a garantire la qualità delle valutazioni, ma finiscono anche con il trasmettere una falsa idea di precisione della valutazione; la professionalità dell'esperto di valutazione assume maggiore importanza rispetto al passato perché è il processo valutativo e non la formula o il modello o la tecnica a garantire della qualità della valutazione. Ciò significa che la progressiva tendenza alla industrializzazione dell'offerta di valutazioni è destinata a subire un naturale arresto, grazie anche al sorgere di nuove entità che mirano ad occupare i vuoti di offerta nei segmenti delle valutazioni di qualità. A parità di competenze dell'esperto, la completezza del processo valutativo finisce

con l'essere funzione dell'incarico, da cui discende la profondità di analisi, la completezza di base informativa, la discussione delle evidenze contrarie e l'ampiezza di investigazione compiuta e le valutazioni devono essere trasparenti nelle scelte che hanno orientato il processo valutativo con particolare attenzione alle verifiche di ragionevolezza dei risultati ed a come sono state considerate le evidenze contrarie.

4.5. LE PROBLEMATICHE FISCALI NELLE OPERAZIONI DI CONFERIMENTO: I RIFLESSI SULLA VALUTAZIONE

L'operazione di conferimento si colloca, come illustrato in precedenza, spesso all'interno di operazioni di riorganizzazione con la costituzione di una Newco, a cui viene apportata l'azienda funzionante o un ramo d'azienda. Il conferente, sulla base del valore riconosciuto alla realtà conferita, ottiene una partecipazione nella Newco. Tale partecipazione poi potrebbe essere ceduta per monetizzarne il valore relativo.

L'operazione quindi ha riflessi fiscali sia sulle imposte dirette, Ires, Irpef, sia sulle imposte indirette, come imposta di registro e IVA.

Cedere le partecipazioni o cedere direttamente l'azienda ha infatti conseguenze fiscali diverse. Tuttavia, se il legislatore, nell'ottica di favorire una politica industriale orientata all'aumento dimensionale delle imprese italiane, aspetto critico per la stessa competitività delle aziende in uno scenario di globalizzazione, ha emanato delle norme coerenti con la minimizzazione del carico fiscale, proprio per favorire il successo delle iniziative e non ridurre le risorse a disposizione delle imprese in una fase critica del loro sviluppo, d'altra parte le pressanti esigenze di gettito dell'amministrazione finanziaria ha portato spesso a disconoscere la forma di alcune operazioni, con la richiesta di maggiori imposte.

4.5.1. L'operazione di conferimento nei processi di M&A: problematiche di *tax planning*

Il conferimento appartiene all'importante ambito delle operazioni di finanza straordinaria, ovvero alle operazioni di M&A, che si sviluppano per dare alle aziende dimensioni giuridiche, economiche e finanziarie adeguate a sostenere le sfide crescenti poste dal contesto competitivo.

La sostanza economica di un'operazione di M&A è, nella larga maggioranza dei casi, riconducibile a un'operazione di scambio, nella quale il venditore trasferisce *asset* all'acquirente che, in cambio, trasferisce al venditore altri *asset*, che in alcune fattispecie è rappresentata da una somma di denaro.

Nella definizione del valore tuttavia va considerato anche l'impatto della fiscalità. Nell'economia dell'operazione, il valore di quanto trasferito assume una rilevanza centrale. Il valore è, infatti, l'elemento fondamentale sul quale è fondata la negoziazione del prezzo/valore.

Il valore è influenzato anche dal costo fiscalmente riconosciuto degli *asset* facenti parte del perimetro dell'acquisizione.

Il costo fiscalmente riconosciuto (c.d. costo fiscale) di un *asset* è quello che rileva ai fini della deducibilità dei relativi ammortamenti e del calcolo della plus/minusvalenza fiscale in caso di successiva cessione dell'*asset*.

Va osservato che il costo fiscale non è necessariamente pari al costo di iscrizione in bilancio né al suo valore di mercato^[82].

Un costo fiscalmente riconosciuto più basso del costo iscritto in bilancio genera un maggiore onere fiscale per ammortamenti non deducibili.

Anche in caso di successiva cessione, un costo fiscalmente riconosciuto più basso del costo iscritto in bilancio genera un maggiore onere fiscale. Perciò: il costo fiscale è un elemento importante che concorre al valore complessivo degli *asset* oggetto di acquisizione: più alto è il costo fiscale, maggiore è il valore attribuibile agli *asset*. Ne deriva l'importanza di tener conto del costo fiscale e del suo contributo al valore dell'oggetto dell' "acquisizione".

Nell'operazione di M&A viene a realizzarsi una contrapposizione di interessi tra "acquirente" e "venditore".

⁸² Esempio: *asset* inizialmente iscritto in bilancio a 100, ammortizzabile in 10 esercizi (in quote costanti), con un costo riconosciuto ai fini fiscali di 60.

Ogni anno, il conto economico riporterà un costo di 10 (= 100/10) a titolo di ammortamento, ma questo costo sarà deducibile solo per 6 (= 60/10) perché l'ammortamento deducibile ai fini fiscali è calcolato sul costo fiscale e non su quello di bilancio.

Esempio: *asset* iscritto in bilancio a 100, con un costo riconosciuto ai fini fiscali di 60. L'*asset* è successivamente venduto al prezzo di 150: plusvalenza a conto economico: 50 (=150-100); plusvalenza fiscale (soggetta a tassazione): 90 (=150-60).

L'operazione di M&A, dal punto di vista fiscale, ha conseguenze diverse a seconda della modalità giuridica utilizzata. Le principali modalità possono essere identificate come segue:

- acquisto di azienda o di ramo di azienda (*asset deal*);
- acquisto di partecipazioni (*share deal*);
- conferimento di ramo d'azienda in Newco e cessione della partecipazione;
- acquisto di partecipazione tramite Newco e successiva fusione (o, alternativamente, consolidato fiscale);
- acquisto di partecipazioni mediante sottoscrizione di aumento di capitale.

Ne deriva che il tipo di struttura legale influisce sul costo fiscalmente riconosciuto:

- in alcuni casi (e.g. *asset deal*), il prezzo pagato dall'acquirente costituisce, per lo stesso, la misura del nuovo costo fiscale attribuito agli *asset* oggetto di acquisizione;
- in altri casi (e.g. *share deal*), il prezzo pagato non è automaticamente attribuito agli *asset* che, quindi, mantengono il costo fiscale precedentemente riconosciuto in capo al venditore;
- in talune ipotesi (strutture complesse con utilizzo di conferimenti, fusioni), il costo fiscale degli *asset* può essere successivamente rivalutato.

In ogni caso, l'incremento del costo fiscale è assoggettato a tassazione (piena in taluni casi, ridotta in altri). Il soggetto (venditore o acquirente) a carico del quale è legalmente imposto tale onere tributario dipende dal tipo di operazione implementata.

L'“acquirente” paga un prezzo per ottenere la titolarità degli *asset* oggetto di acquisizione. Il costo fiscale di tali *asset* in capo al “venditore” al momento dell'operazione non è necessariamente pari al prezzo pagato dall'acquirente. Nella maggior parte dei casi, anzi, il costo fiscale è inferiore a tale prezzo.

Per l'acquirente, è importante riuscire ad attribuire agli *asset* il prezzo pagato per la loro acquisizione, in modo da incrementarne il costo fiscale.

Un insuccesso comporta, infatti, il sostenimento di un futuro maggior onere fiscale (in termini di minori ammortamenti deducibili o di maggior carico fiscale su una successiva dismissione dell'*asset*).

È, inoltre, interesse dell'acquirente evitare, per quanto possibile, di sostenere econo-

micamente tale onere (o di ridurlo).

Il venditore ha interesse ad essere soggetto al minor carico fiscale possibile e non è direttamente interessato all'incremento del valore fiscale degli *asset* oggetto di cessione. La conseguenza è che l'interesse del venditore confligge con quello dell'acquirente. La risoluzione del conflitto avviene attraverso la definizione del contratto in cui compare gli interessi contrapposti di acquirente e venditore. Le alternative prevedono:

- strutturazione dell'operazione in modo che l'onere fiscale ricada giuridicamente sull'acquirente, e/o
- aggiustamento negoziale del prezzo dell'acquisizione per tenere conto degli effetti fiscali:
 - maggior prezzo se il venditore paga imposte sulle plusvalenze (incrementandone il costo fiscale a favore dell'acquirente);
 - viceversa, minor prezzo per tenere conto del minor valore fiscale trasferito (in conseguenza del rifiuto del venditore di pagare imposte).

4.5.2. Le operazioni di M&A: cessione di azienda

Il conferimento di fatto è assimilabile a una operazione di cessione d'azienda: la differenza è la modalità di "pagamento" del controvalore. Il conferimento può avere natura di disinvestimento *tout court*, e in questo caso l'acquirente è interessato a ricevere un valore monetario, che poi il venditore utilizzerà secondo le sue scelte.

Nel caso si verificasse la cessione dell'azienda, l'imposizione fiscale prevede:

Imposte dirette: il venditore è soggetto a IRES (24%) sulla plusvalenza fiscale realizzata con la cessione (data dalla differenza fra prezzo di vendita e valore fiscale dell'azienda). La plusvalenza può essere rateizzata in 5 anni se l'azienda era posseduta da almeno 3 anni. La plusvalenza può essere compensata con perdite fiscali (anche pregresse) del venditore. L'IRAP non è applicabile. L'acquirente attribuisce all'azienda un nuovo costo fiscale pari al prezzo pagato.

Imposte indirette: imposta di registro (3%) sul prezzo. Se l'azienda comprende, tra gli altri, immobili, la parte del prezzo riferibile a tali immobili è soggetta ad aliquote diverse (generalmente 9%) e il valore attribuito a tali immobili è soggetto a imposte ipotecaria e catastale (50 euro ciascuna).

Responsabilità per le passività fiscali: l'acquirente è responsabile in solido con il

venditore (ma col beneficio della preventiva escussione), nei limiti del valore dell'azienda:

- per le violazioni di norme fiscali del venditore commesse nell'anno in cui è avvenuta la cessione e nei due precedenti; o
- per quelle commesse precedentemente se già irrogate e contestate nel medesimo periodo triennale.

Un **certificato** riportante tali passività può essere richiesto all'ufficio. La responsabilità è limitata alle passività risultanti, alla data del trasferimento, dagli atti degli uffici dell'amministrazione finanziaria. In caso di mancata risposta entro 40 giorni dalla richiesta, si presume che le passività siano pari a zero^[83].

4.5.3. Le operazioni di M&A: cessione di partecipazione

L'operazione di conferimento prevede che sulla base del valore del conferimento sia riconosciuta il venditore riceva una partecipazione nella società target: la società venditrice pertanto ha la titolarità di una partecipazione che dà specifici diritti nella società Target, newco o società esistente.

Il valore riconosciuto alla partecipazione, si riflette sulla percentuale di partecipazione al capitale della società target, con gli effetti successivi in temi di governance e di diritto agli utili.

In questo caso tuttavia il venditore può essere interessato sia a mantenere la partecipazione, nella logica di una miglior qualificazione giuridica ai fini delle strategie di crescita definite per il futuro, sia a una successiva realizzazione o attribuzione ad altre organizzazioni/individui, per esempio in processi di riorganizzazione in sede di passaggio generazionale.

In questa ipotesi la fiscalità prevede:

Imposte dirette: il venditore è soggetto a IRES (24%) sulla plusvalenza fiscale realizzata con la cessione (data dalla differenza fra prezzo di vendita e valore fiscale della partecipazione). La plusvalenza può essere rateizzata in 5 anni se la partecipazione era

⁸³ Si tenga presente tuttavia che le limitazioni non si applicano se la cessione è posta in essere in frode dei crediti tributari (la frode si presume se entro 6 mesi è contestata al cedente una violazione penalmente rilevante). Perciò: in situazioni fisiologiche, la richiesta del certificato rende meno rilevante l'esecuzione di una due diligence fiscale (che, peraltro, riguarderebbe l'intera attività del cedente). Si osserva la corrispondente opportunità di regolamentazione contrattuale.

iscritta negli ultimi 3 bilanci. La plusvalenza può essere compensata con perdite fiscali (anche pregresse) del venditore. A particolari condizioni, la plusvalenza è tassabile solo sul 5% del suo ammontare (*participation exemption*). L'IRAP non è applicabile. L'acquirente attribuisce alla partecipazione un nuovo costo fiscale pari al prezzo pagato, ma si deve ricordare che gli *asset* della *Target* non vengono rivalutati fiscalmente in questa modalità.

Imposte indirette: La tassa sui contratti di borsa è stata abolita. Tuttavia, è stata introdotta un'imposta sulle transazioni finanziarie (c.d. *Tobin tax*) che colpisce anche le compravendite di azioni in società italiane già emesse. L'imposta è applicata con l'aliquota dello 0,20% sulle azioni non quotate e dello 0,10% per le azioni quotate, applicata sul valore dell'operazione.

Gli atti di negoziazione o compravendita di azioni o quote di partecipazione in società sono soggetti a registrazione in termine fisso, con assolvimento dell'imposta in misura fissa di € 200,00, se redatti nella forma dell'atto pubblico o della scrittura privata autenticata (art. 11 della Tariffa, Parte I, allegata al DPR 131/86), ovvero soggetti a registrazione in caso d'uso, sempre pagando l'imposta di registro nella misura fissa di € 200,00, se redatti nella forma della scrittura privata non autenticata (art. 2 della Tariffa, Parte II, allegata al DPR 131/86). In buona sostanza, l'atto di cessione di quote sociali, sia che sia stato effettuato con atto pubblico che con scrittura privata autenticata, sconta l'imposta di registro in misura fissa, attualmente pari ad € 200.

Responsabilità per le passività fiscali: l'acquirente non è direttamente responsabile delle passività fiscali del venditore.

Tuttavia occorre rilevare che la società acquisita (*Target*) è integralmente responsabile delle proprie passività fiscali.

Perciò: economicamente, l'acquirente assume tutte le passività fiscali inerenti al *business* di *Target*, in proporzione alla partecipazione acquisita nella medesima.

Dunque: in sede di acquisizione, verrà data maggiore rilevanza dei risultati della *due diligence* fiscale; sulla base delle risultanze della "verifica" fiscale potranno essere previste nel contratto, la concessione di garanzie, vincoli nella distribuzione degli utili

(*eps & warranties*), un eventuale impatto sul prezzo, eventuali previsioni nelle modalità di pagamento del prezzo (dilazione, depositi in garanzia - *escrow*, etc.).

In sintesi nelle operazioni di M&A è opportuno mettere a confronto i punti di forza e le criticità delle modalità cessione di azienda e cessione di partecipazione.

Sulla base di quanto illustrato in precedenza la cessione di azienda:

- 】 preferita dall'acquirente perché comporta l'incremento dei costi fiscali degli *asset* trasferiti (in ipotesi di azienda plusvalente);
- 】 avversata dal cedente perché comporta la tassazione IRES (24%) delle plusvalenze corrispondenti a tale incremento;
- 】 prevedibile influenza sul prezzo (l'acquirente negozierà un prezzo più alto rispetto ad un'operazione che non comporti tassazione);
- 】 soggetta a imposta proporzionale di registro (per prassi, posta a carico dell'acquirente);
- 】 in situazioni fisiologiche, la richiesta del certificato fiscale riduce la rilevanza di una *due diligence* fiscale.

L'operazione di cessione di partecipazione, invece, appare:

- 】 preferita dal cedente perché, ricorrendo alla *participation exemption*, può ridurre sostanzialmente il proprio carico impositivo;
- 】 avversata dall'acquirente perché non permette di effettuare immediatamente l'incremento del costo fiscale degli *asset*;
- 】 non soggetta a imposta di registro proporzionale, ma solo dell'imposta di registro in misura fissa sul contratto di cessione partecipazione (eventuale applicazione della *Tobin Tax*);
- 】 rilevanza dei risultati della *due diligence* fiscale.

Va ricordato che nella programmazione dell'operazione di M&A, una alternativa è rappresentata dal conferimento di azienda in una *Newco* e cessione della relativa partecipazione.

Con questa modalità, ai fini delle Imposte dirette, si ha la situazione in cui:

- 】 la plusvalenza realizzata dal conferente/venditore non è soggetta a imposte (in

quanto corrispondentemente, il costo fiscale della partecipazione rimane pari a quello precedentemente attribuito all'azienda);

- ») i maggiori valori iscritti da *Newco* (incluso l'avviamento) non sono soggetti a imposte, ma il costo fiscale dell'azienda conferita non è incrementato;
- ») opzionalmente, la *Newco* può rivalutare il costo fiscale dell'azienda, nei limiti dei valori iscritti in bilancio, pagando un'imposta sostitutiva (dal 12% al 16% a seconda dell'importo da rivalutare). Le normative hanno previsto particolari imposte sostitutive per la rivalutazione di avviamento, marchi e altri beni immateriali, con le aliquote del 16%, e crediti, 20%¹⁸⁴).

Ai fini delle imposte indirette, si ha l'applicazione dell'imposta di registro in misura fissa (200 euro).

Nella programmazione dell'operazione va prestata attenzione alle responsabilità per i diversi contraenti. In particolare è soggetta a discussione se sia applicabile la disciplina prevista per la cessione di azienda (responsabilità solidale + certificato per le imposte), visto che si hanno avuti casi, in cui l'amministrazione finanziaria ha escluso la responsabilità; rimane quindi opportuno richiedere il certificato.

Con riferimento alle Imposte dirette e indirette, risulta applicabile il regime già descritto con riferimento alle cessioni di partecipazioni, con la particolarità che se l'azienda conferita era posseduta dall'acquirente da almeno 1 anno, la plusvalenza fiscale è tassabile solo sul 5% del suo ammontare (participation exemption, subordinatamente al rispetto delle altre relative condizioni). Tale operazione non è elusiva delle imposte sui redditi per espressa previsione di legge.

Con riferimento al rischio di responsabilità fiscali, vige il regime già descritto con riferimento alle cessioni di partecipazioni; va tuttavia sottolineato che, poiché la *Newco* è una società di nuova costituzione, ne deriva che le passività fiscali potenziali risultano corrispondentemente ridotte, quindi da valutare se richiedere il certificato.

Con questa modalità, l'operazione consente alla *Newco* di rivalutare il costo fiscale degli *asset* facenti parte dell'azienda trasferita, relativamente alle sole immobilizza-

⁸⁴ Si deve osservare che le percentuali sono soggette a modifiche spesso nelle annuali leggi finanziarie. Nel 2020, nel durante della pandemia da Covid, sono state emanate diverse normative per agevolare la rivalutazione dei beni d'impresa, nella logica di consentire alle aziende un rafforzamento del livello di patrimonio netto, in modo da poter assorbire le eventuali perdite d'esercizio dovute al calo del volume di affari dovuto alla pandemia. Si rimanda alle numerose pubblicazioni in materia.

zioni materiali e immateriali, incluso l'avviamento, ma nei limiti dei valori iscritti in bilancio dalla Newco post conferimento. L'onere fiscale della rivalutazione sulla base dei maggiori valori, ai fini delle imposte dirette, previsto generalmente dal 12% al 16%, si presenta inferiore al caso di cessione di azienda, dove la plusvalenza è tassata al 24%, mentre un'eventuale rivalutazione dei crediti trasferiti, qualora siano stati eccessivamente svalutati, è possibile previo pagamento di un'imposta sostitutiva del 20%. In questa ipotesi l'onere fiscale è a carico della Newco e, quindi, economicamente in capo all'acquirente. Ne deriva che l'operazione è interessante per il venditore che minimizza l'onere fiscale; la stessa operazione è interessante per l'acquirente che può rivalutare, pur economicamente a suo carico, il costo fiscale degli *asset* e subendo un onere fiscale inferiore a quello ordinario; l'operazione si dimostra complessivamente efficiente ai fini delle imposte indirette e in relazione al profilo delle responsabilità fiscali. Nel tempo l'operazione ha dimostrato diverse criticità, in quanto alcuni orientamenti giurisprudenziali hanno riqualificato operazioni simili in cessioni di azienda ai soli fini delle imposte indirette (imposta di registro), con conseguente applicazione dell'imposta di registro proporzionale, con un aggravio non indifferente per l'acquirente, e relativa incertezza nella programmazione dell'attività di riorganizzazione aziendale. Sul tema gli accertamenti sono ricorsi all'istituto dell'abuso del diritto, con successivi interventi di interpretazione autentica della norma, come illustrato nel paragrafo successivo.

Va osservato che le problematiche impositive sono diverse se oggetto del conferimento è un singolo bene, o una azienda o un ramo d'azienda. La specificità dell'azienda come organizzazione in grado di produrre reddito è la discriminante ai fini della valutazione e della fiscalità dell'operazione. Pertanto l'operazione richiede una attenta programmazione dal punto di vista giuridico, economico-aziendale, finanziario e non ultimo fiscale.

4.6. IL “CONFERIMENTO” E I “VANTAGGI FISCALI INDEBITI”. UN APPROFONDIMENTO

A cura di Luciano **Tarantino**

Le problematiche fiscali dell'operazione di conferimento non possono non far riferimento alle norme sull'abuso del diritto e sui “vantaggi fiscali indebiti”.

Il tema deve essere inquadrato all'interno del sistema delle imposte in Italia. Il “*Rapporto sui risultati conseguiti in materia di misure di contrasto all'evasione fiscale e contributiva 2020*” illustra un quadro desolante quanto allarmante, laddove solo per i soli tributi gestiti dall'Agenzia delle Entrate (Irpef, Ires, Iva e Irap), i valori stimati dell'evasione ammontano a 79,8 miliardi di euro nell'anno 2018, con un miglioramento rispetto al 2017 di circa 5 miliardi di euro, dovuto anche al miglioramento della *tax compliance*. La definizione di “*vantaggi fiscali indebiti*” sono precisati dalla norma del comma 1 all'articolo10-*bis* L. 212/2000 che fa riferimento a benefici che vengono realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario. Le cifre dell'evasione in realtà potrebbero essere anche superiori, dato che nell'analisi del *tax gap* non rientra uno dei principali problemi del sistema tributario italiano: l'evasione/abuso del diritto. Il legislatore ha così voluto configurare come abuso del diritto, una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti.

Tali operazioni non sono opponibili all'amministrazione finanziaria, che ne disconosce i vantaggi determinando i tributi sulla base delle norme e dei principi elusi e tenuto conto di quanto versato dal contribuente per effetto di dette operazioni.

Nel voler misurare la distanza tra forma e sostanza si può apprezzare il ricorso alla fattispecie di abuso del diritto quando vi siano i seguenti presupposti costitutivi, la cui mancanza di anche solo uno dei tre determina un giudizio di assenza di abusività (si legga la Risoluzione 93/E/2016 e 101/E/2016):

- realizzazione di un vantaggio fiscale indebita;
- assenza di sostanza economica in una o più operazioni compiute;
- l'essenzialità del conseguimento di vantaggio fiscale come unico motivo per cui l'operazione viene posta in essere.

La mancanza di anche solo uno dei tre presupposti costitutivi, dunque, determina un

giudizio di assenza di abusività (Risoluzione 93/E/2016 e 101/E/2016)^[85].

Il principio si afferma anche attraverso la più recente giurisprudenza di legittimità (Cassazione, Ordinanza n. 24893/2020) e da numerose risposte ad interpello rassegnate nel corso del 2020, solo in presenza dell'indebito vantaggio fiscale risulta necessario indagare sull'esistenza delle ulteriori due condizioni.

Come si evince dal tenore letterale, l'abuso del diritto si presenta allorquando il contribuente ricorre ad una condotta "arzigogolata" ricorrendo a percorsi negoziali altrettanto tortuosi, ad atti anche non lineari, anche tra loro correlati, che legittimano lo stesso all'ottenimento di vantaggi fiscali indebiti, i quali vengono ottenuti in contrasto con la finalità della norma e con i principi dell'ordinamento tributario, cercando dunque di aggirare le stesse. Vengono così definite operazioni prive di sostanza economica tutte quelle operazioni che collidono con le normali logiche di mercato o anche quando il *nomen iuris*, ovvero sia la qualificazione giuridica delle operazioni, non collima con il fondamento giuridico delle stesse.

L'operazione viene esperita solamente per il singolare ottenimento di tali vantaggi, i quali, non necessariamente devono essere immediati, ma possono essere anche procrastinati ad un momento postergato. È altresì vero che non c'è nessuna sostanza economica da giustificare in presenza di operazioni legittime. Negli ultimi anni sono stati forniti numerosi chiarimenti in materia di abuso del diritto da parte delle Entrate nei quali l'Agenzia ha confermato che – quando ci si mette nelle condizioni di legge per fruire di un vantaggio previsto dall'ordinamento – non vi è nessuna valida ragione economica (nessuna sostanza economica) da addurre.

In pratica, se è vero che in base all'articolo 10-*bis* dello Statuto del contribuente sono considerate abusive le operazioni prive di sostanza economica che realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti, occorre valorizzare il fatto che il vantaggio dev'essere indebito – cioè non voluto dall'ordinamento – e solo a quel punto potrà essere considerato, eventualmente, che si tratta di operazione priva di sostanza economica. In altri termini, il concetto di operazioni prive di sostanza economica deve associarsi

⁸⁵ Il legislatore ha chiarito espressamente che non possono comunque considerarsi abusive quelle operazioni che, pur presentando i tre elementi sopra indicati, sono giustificate da valide ragioni extrafiscali non marginali (anche di ordine organizzativo o gestionale che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa o dell'attività professionale).

con il vantaggio fiscale indebito.

Così, se si tratta di un vantaggio legittimo, non c'è alcuna indagine da compiere circa l'elusività dell'operazione. In sostanza, oggi l'ordinamento riconosce la liceità fiscale anche di quelle operazioni compiute essenzialmente per finalità fiscali, al fine di cogliere un vantaggio previsto dall'ordinamento, senza la necessità che le stesse operazioni siano giustificate da valide ragioni economiche proprio perché l'unica finalità delle stesse può anche risultare quella del conseguimento di un vantaggio fiscale legittimo. Sotto tale profilo, vengono valorizzati come abusivi l'incoerenza della qualificazione delle singole operazioni con il fondamento giuridico del loro insieme e la non conformità dell'utilizzo degli strumenti giuridici a normali logiche di mercato.

A contrario, il carattere abusivo di un'operazione va escluso quando, invece, sia individuabile una compresenza non marginale di ragioni extrafiscali che, pur non identificandosi in una immediata redditività dell'operazione stessa, sono in grado di rispondere ad esigenze di natura organizzativa.

Condizione necessaria (non sufficiente) affinché si verifichi un'ipotesi di abuso, è l'esistenza di almeno due differenti soluzioni fiscali, applicabili alla medesima fattispecie oggetto di valutazione, e la scelta del contribuente di indirizzarsi verso quella più vantaggiosa.

Al comma 3, la norma precisa infatti che "non si considerano abusive, in ogni caso, le operazioni giustificate da valide ragioni extrafiscali, non marginali, anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente". Quindi, finalmente, risulta ridimensionato il principio, utilizzato fino a qualche anno fa, secondo il quale le norme antielusive avrebbero il compito di adeguare la tassazione alla sostanza economica. Come se dovesse prevalere sempre la sostanza sulla forma ed esistesse un unico percorso giuridico coincidente con la forma di tassazione più onerosa. Va invece riconosciuto che l'effetto economico è una qualificazione di un atto, di un negozio, di una forma giuridica ed in tal senso nell'ordinamento esistono più forme giuridiche, atti e percorsi, che possono portare al medesimo effetto economico. Degno di nota come possa essere un equivoco, il principio della presunta supremazia della sostanza sulla forma, nel senso che a essere tassata è senz'altro la forma giuridica, mentre la sostanza economica è tassata o quando la norma deroga espressamente alla forma utilizzata

o in presenza di fenomeni simulatori/dissimulatori, quindi riconducibili all'evasione. Sulla scorta di tali presupposti, il contribuente può scegliere ad esempio, per realizzare il medesimo effetto economico, tra l'assegnazione dei beni e la scissione del ramo d'azienda: ambo le scelte sono lecite e previste dal sistema, con la conseguenza che il contribuente potrà scegliere la via fiscalmente meno onerosa (la scissione) senza necessità di giustificare la sostanza economica dell'operazione.

Utile per una maggiore comprensione, alcune fattispecie ritenute esplicative dell'esistenza di valide ragioni extrafiscali che lo scrivente ha stralciato dallo Studio n.56-2016/T, al par. 4.2) del Consiglio Nazionale del Notariato:

- l'attività di riorganizzazione aziendale, finalizzata alla gestione separata dei rami di cui si compone l'azienda mediante la loro distinta assegnazione ai singoli soci senza un conguaglio in danaro;
- gli insanabili dissidi tra soci, da documentare adeguatamente con specifico riferimento all'opportunità/necessità di provi rimedio (in senso conforme: Risposta ad interpello n.72/2020);
- il ricambio generazionale nell'impresa, in particolare nella scissione parziale proporzionale seguita dalla cessione (anche parziale) di quote della scissa e/o della beneficiaria oppure dalla donazione delle quote ai propri familiari.

Nello Studio, infatti, si evince l'invito, pur in assenza di un precetto legislativo specifico, di evidenziare con il supporto di una congrua documentazione, le ragioni tanto valide quanto non marginali, non solo nel corpo degli atti con cui l'operazione viene conclusa ma anche nelle fasi della sua progettazione.

Il tutto indirizzato alla precostituzione della prova (nella sua accezione positiva) da fornire in caso di controllo, idonea a dimostrare la legittimità del risparmio di imposta, definibile come la possibilità di fruire liberamente della più vantaggiosa tra diverse e alternative soluzioni fiscali messe a disposizione dall'ordinamento. Giova ricordare, infatti, che a norma del comma 4, "resta ferma la libertà di scelta del contribuente tra regimi opzionali diversi offerti dalla legge e tra operazioni comportanti un diverso carico fiscale". Saranno però valutazioni di natura fattuale a comprovare l'assenza di abuso, a nulla rilevando il formale rispetto delle norme fiscali. All'abuso del diritto

ha dato ampio spazio anche la circolare n. 1/2018 della Guardia di Finanza, che dedica all'argomento un intero capitolo (Vol. III, cap.9, pag.285 se seguenti).

Nella parte iniziale del Volume I, vengono offerti alcuni interessanti spunti, primo tra cui la storica difficile delimitazione dei suoi confini: "In tema di elusione fiscale, per anni non è stata disponibile una definizione normativamente codificata, né una nozione che potesse chiaramente circoscriverne, in maniera certa, l'ambito di applicazione. Pur tuttavia, i comportamenti elusivi si collocavano al confine tra il lecito e l'illecito ovvero, in ambito tributario, nello spazio intermedio tra il lecito risparmio d'imposta e l'evasione fiscale. L'elusione è una forma di risparmio che è conforme alla lettera ma non alla ratio delle norme tributarie. Con il proprio comportamento (elusivo) il contribuente, in luogo del trattamento fiscale appropriato applica (indebitamente) una normativa differente, al solo scopo di ottenere una tassazione più favorevole. In tal senso, elusione e abuso del diritto divengono nozioni simmetriche nel momento in cui una norma impositiva, sfavorevole, viene elusa mentre una norma impositiva, favorevole, viene abusivamente applicata" (cfr. Vol. I, pag.7). È quindi interessante osservare come viene rimarcata la portata generale della disposizione, che ante-riforma era collocata in una Legge settoriale quale il D.P.R. 600/1973, l'attuale previsione sia applicabile anche ai tributi non armonizzati e quindi anche al comparto Iva, e, quindi, non già alle sole imposte dirette.

Cosa cambia dunque rispetto al passato? Nella sostanza è variato solo il metodo di perseguimento dello scopo illecito: diretto nel caso dell'evasione, mediante l'occultamento dei redditi; indiretto nel caso dell'elusione/abuso, che, in sostanza, si verifica quando il soggetto passivo d'imposta si sottrae all'imposta con la "dissimulazione" della propria capacità contributiva. Dunque, eludere una norma tributaria significa quindi violarla in maniera obliqua, aggirarla tramite la scelta di operazioni contrattuali e negozi il cui solo (o comunque principale) scopo è quello di ridurre l'onere fiscale. Mentre con l'evasione il contribuente occulta il presupposto d'imposta, con l'elusione il contribuente non occulta, ma impedisce, almeno formalmente, l'insorgere del presupposto stesso. Gli accadimenti economici, infatti, sono realmente esposti così come si verificano, ma, nella sostanza, la norma che inquadra il presupposto di imposta riguarda in realtà differenti fattispecie, giustificate da altre cause e finalità.

La differenza più difficile da individuare era però proprio quella tra elusione ed abuso

del diritto (poi unificati finalmente in un'unica fattispecie), trattandosi sostanzialmente di uno stesso fenomeno, in cui la distinzione si basava solo sul fatto se la fattispecie oggetto di contestazione fosse o meno prevista, positivamente, tra quelle tassativamente indicate dall'art. 37 bis del DPR 600/73. L'abuso del diritto era dunque uno sviluppo teorico/giurisprudenziale in chiave antielusiva teso a sopperire alla mancanza di una clausola generale volta ad impedire la realizzazione di operazioni negoziali, il cui scopo essenziale fosse il mero risparmio di imposta.

Prima della sua codificazione nell'art. 10 bis dello Statuto del contribuente, l'abuso, non essendo riferibile a parametri normativi diretti e ad una norma tributaria imperativa, che lo qualificasse e lo sanzionasse, doveva essere necessariamente riferita ad una clausola metagiuridica insita nell'Ordinamento e riportata alla luce solo grazie alla giurisprudenza. Successivamente, anche in ottemperanza ad una specifica raccomandazione comunitaria (la 2012/772/UE), si è introdotta finalmente una norma generale antiabuso, abrogando la precedente norma antielusiva applicabile solo per l'accertamento delle imposte sui redditi ad un numero chiuso di operazioni (articolo 37 bis, Dpr. n. 600/73). Nel procedimento di accertamento dell'abuso del diritto l'onere della prova della condotta abusiva grava dunque sull'Amministrazione finanziaria, mentre il contribuente sarà tenuto a dimostrare la sussistenza delle valide ragioni extrafiscali che stanno alla base delle operazioni effettuate. L'oggetto della contestazione è un'operazione di riqualificazione della fattispecie, secondo la natura fisiologica che l'Ordinamento esige in base al principio di capacità contributiva, alla luce della dimostrazione:

- da parte dell'Ufficio, degli indizi che fanno dubitare della motivazione economica sottesa all'operazione e dei vantaggi fiscali con essa perseguiti;
- da parte del contribuente, viceversa, delle valide ragioni economiche sottese all'operazione contestata; valide ragioni economiche che dunque dovrebbero giustificare anche i vantaggi fiscali ottenuti, da inquadrare, a quel punto, se giustificati, non come illecito vantaggio, ma come legittimo risparmio di imposta.

Degno di nota è il comma 3 dell'art. 10-bis dello statuto del contribuente, nel quale viene normato l'esimente, che recita: *“Non si considerano abusive, in ogni caso, le operazioni giustificate da valide ragioni extrafiscali, non marginali, anche di ordine organizzativo o*

gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente". Dunque, come già precisato sopra, che l'operazione effettuata dal contribuente, non viene qualificata come abusiva/elusiva dall'Amministrazione finanziaria allorché le motivazioni che hanno sospinto lo stesso al compimento dell'azione, esulano dall'aspetto fiscale, ma riguardano ragioni di ordine organizzativo o gestionale strumentali all'efficientamento dell'attività di impresa o anche dell'attività professionale. Nel comma 4, invece: *"Resta ferma la libertà di scelta del contribuente tra regimi opzionali diversi offerti dalla legge e tra operazioni comportanti un diverso carico fiscale"*. Viene, così, suggellata la potestà riconosciuta al contribuente di poter optare per qualsivoglia regime fiscale contemplato all'interno delle norme fiscali. Il comma 5, poi: *"Il contribuente può proporre interpello ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera c), per conoscere se le operazioni costituiscano fattispecie di abuso del diritto"*.

L'interpello costituisce la possibilità accordata ai contribuenti di prospettare all'Amministrazione finanziaria un'istanza per poter richiedere delucidazioni, chiarimenti concernenti determinate norme fiscali od anche operazioni che si stanno per effettuare. Sussistono discrepanti tipologie di interpello, in questa sede rileva l'interpello antiabuso, di cui all'articolo 11, comma 1, lettera c). Se il contribuente paventa che l'operazione che sta per effettuare possa essere considerata abusiva, può chiedere il parere dell'Amministrazione Finanziaria. Rappresenta un interpello preventivo. Per questa forma di interpello è previsto un periodo di tempo di 120 giorni a favore dell'Amministrazione Finanziaria per rispondere al contribuente. La risposta non è vincolante per il contribuente ma solo per l'Amministrazione Finanziaria.

4.7. L'ATTENZIONE DEL LEGISLATORE NEL FAVORIRE LA CRESCITA DIMENSIONALE DELLE IMPRESE: RECENTI ORIENTAMENTI NELLE IMPOSTE INDIRECTE

Uno degli aspetti più controversi nelle operazioni di riorganizzazione aziendale, che prevedono una serie successiva di atti, è stata l'applicazione della imposta di registro, se da considerare in misura fissa, osservando la testualità del singolo atto, o, con il ricorso all'istituto dell'abuso del diritto, ricomprendere ad unità più atti distinti, sulla base della "concatenazione" della serie di atti, con l'emissione di un accertamento per

richiedere la misura proporzionale della stessa imposta.

Occorre considerare che spesso le operazioni di riorganizzazione sono prodromiche all'avvio di strategie di sviluppo, coerenti con la maggior dimensione delle aziende risultanti dall'operazione e che tali strategie di sviluppo spesso presentano anche fabbisogni rilevanti di investimento, per cui dover destinare quote di risorse al pagamento delle imposte potrebbe far mancare in un periodo critico le risorse per una crescita sostenibile non solo in termini sociali e ambientali, ma soprattutto economico finanziari. Il legislatore, infatti, con le Leggi di Bilancio 2018 e 2019, era intervenuto sul tema dell'imposta di registro, con una "norma di interpretazione autentica", che riteneva avente efficacia retroattiva.

Come è noto, l'art. 20. del D.P.R. 26 aprile 1986, n. 131 (il "T.U.R."), risultava una delle disposizioni più controverse dell'ordinamento tributario, sistematicamente utilizzata dall'Amministrazione finanziaria al fine di disconoscere, sul piano fiscale, gli effetti giuridici tipici di certi atti presentati per la registrazione, riqualificandone il contenuto in un più articolato negozio giuridico complessivo, alla luce di altri negozi giuridici posti in essere tra le stesse parti contraenti e/o di elementi fattuali, con conseguente oneroso impatto ai fini della tassazione. Tipico esempio, il conferimento di ramo d'azienda in una società di nuova costituzione e la successiva cessione delle partecipazioni della beneficiaria, sovente riqualificato come cessione indiretta di ramo d'azienda, soggetta ad imposta proporzionale di registro in luogo dell'imposta fissa applicabile agli atti di conferimento di azienda e di cessione di partecipazioni.

In questo contesto, che aveva generato nel corso degli anni una significativa mole di contenzioso, dagli esiti alterni, si sono inseriti gli ultimi interventi del Legislatore, diretti a dirimere definitivamente il nodo interpretativo controverso, sconfessando l'approccio restrittivo fino a quel punto tenuto dall'Amministrazione finanziaria, fatto salvo il caso del c.d. abuso del diritto.

Tuttavia la Corte di Cassazione, con l'ordinanza interlocutoria n. 23549 del 23 settembre 2019 (l'"Ordinanza"), emessa dalla stessa Corte di Cassazione nel contesto di un giudizio i cui fatti di causa risalgono al 2008, tenuto conto della richiesta da parte della difesa della società ricorrente in merito all'applicazione dell'art. 20 T.U.R., come da ultimo modificato dalle Leggi di Bilancio 2018 e 2019 e definito "norma di interpretazione autentica", avente efficacia retroattiva, aveva sospeso il giudizio e trasmesso gli

atti alla Corte Costituzionale, sollevando questione di legittimità dell'art. 20 T.U.R., in rapporto agli artt. 3 e 53 della Costituzione.

La corte costituzionale è intervenuta “promuovendo” l'art. 20 del T.U.R. sull'imposta di registro: rilevando come non contrasti con i principi costituzionali di capacità contributiva e di uguaglianza tributaria.

Nei fatti, La Corte Costituzionale, con sentenza n. 158 del 21 luglio 2020 (la “Sentenza”), si è pronunciata favorevolmente sulla questione di legittimità costituzionale dell'art. 20 del D.P.R. 26 aprile 1986, n. 131 (il “T.U.R.”), sollevata dalla Corte di Cassazione. L'Ordinanza, invero, aveva suscitato particolare apprensione tra gli operatori del diritto, in quanto rimetteva potenzialmente in discussione la controversa applicazione ed interpretazione dell'art. 20 T.U.R., in relazione al quale l'ultimo duplice intervento legislativo, a mezzo delle Leggi di Bilancio 2018 e 2019, aveva chiarito

- (I) dapprima, che l'imposta di registro deve essere applicata secondo la intrinseca natura e gli effetti giuridici dell'atto presentato alla registrazione, prescindendo dagli elementi *extra* testuali e dagli atti ad esso collegati, e
- (II) successivamente, che tale modifica normativa costituiva interpretazione autentica dell'articolo 20 T.U.R., efficace, quindi, *ex tunc*.

4.7.1. Il controverso dibattito sull'art. 20 T.U.R. e le argomentazioni della Consulta

Secondo la Corte di Cassazione, l'intervento del Legislatore si sarebbe posto, invece, in palese contrasto con la Carta costituzionale e, in particolare, con il principio di uguaglianza, di cui all'art. 3 e con il principio di capacità contributiva, di cui all'art. 53 della Costituzione.

Tanto premesso, i Giudici della Corte Costituzionale, nell'ambito della Sentenza, hanno subito rilevato che “*nel merito le questioni inerenti alla violazione degli artt. 53 e 3 Cost. non sono fondate*”. Facendo riferimento al tenore letterale dell'art. 20 T.U.R., infatti, la Consulta rileva che nell'applicare l'imposta di registro, secondo l'intrinseca natura e secondo gli effetti giuridici dell'atto da registrare, indipendentemente quindi da aspetti formali, si debbano prendere in considerazione unicamente i contenuti ricavabili dall'atto stesso presentato per la registrazione, prescindendo da elementi “*extra testuali*” e/o ricavabili da atti collegati, salvo, naturalmente, che ciò possa avere rilievo in base a successivi articoli del T.U.R.

La Corte Costituzionale non condivide il presupposto interpretativo dell'Ordinanza che, sulla base del consolidato indirizzo interpretativo della Corte di Cassazione, affermava che ogni diversa lettura dell'art. 20 T.U.R., e soprattutto la vigente formulazione letterale della norma stessa, si pongano in palese contrasto con il principio di capacità contributiva; a tale proposito, infatti, la Consulta afferma che ove si dovesse validare l'“interpretazione adeguatrice” della Corte di Cassazione, sostanzialmente confermando la lettura dell'art. 20 T.U.R. tradizionalmente fornita dalla giurisprudenza di legittimità, ciò “si risolverebbe in un'arbitraria e illogica interpretatio abrogans delle disposizioni censurate”. La Consulta ha valutato che le questioni prospettate con riferimento agli artt. 3 e 53 Cost. non siano fondate, non ravvisandosi sul piano della legittimità costituzionale alcuna violazione dei principi di uguaglianza e di capacità contributiva nell'individuare i presupposti impositivi ai fini dell'imposta di registro nei soli effetti giuridici propri dell'atto presentato per la registrazione, senza che abbiano rilievo elementi ricavati altrove.

La Consulta è chiara nel sottolineare come non sia un argomento spendibile, ai fini del contrasto con i principi di uguaglianza e di capacità contributiva, la considerazione che escludere la rilevanza, ai fini dell'imposizione di registro, sia di elementi extra testuali che del collegamento con altri atti negoziali “potrebbe favorire l'ottenimento di indebiti vantaggi fiscali” sottraendo all'imposizione, in violazione dei predetti principi costituzionali, “l'effettiva ricchezza imponibile”, in quanto tale ipotetico vantaggio potrebbe rilevare solo sotto il profilo del c.d. abuso del diritto. La Sentenza, dato atto di come il legislatore avesse ribadito la ratio dell'imposta di registro in conformità alla sua origine storica di imposta d'atto, rileva che sul piano costituzionale, in caso di collegamento negoziale, è d'obbligo rilevare che l'interpretazione c.d. evolutiva dell'art. 20 T.U.R. sostenuta dalla Cassazione provocherebbe incoerenze nell'ordinamento, quantomeno a partire dall'introduzione della normativa sull'abuso di diritto di cui all'art. 10-*bis* della Legge n. 212 del 2000. Ed infatti, la tesi della Cassazione, non condivisa dalla Sentenza:

- (I) consentirebbe all'Amministrazione finanziaria di non osservare l'obbligo di contraddittorio preventivo e
- (II) precluderebbe ai contribuenti ogni legittima pianificazione fiscale, pacificamente ammessa nell'ordinamento nazionale e dell'Unione Europea.

Su tali premesse la Sentenza non lascia margini di incertezza quanto alla questione sollevata, concludendo che “*la disciplina censurata non si pone in contrasto né con il principio di capacità contributiva, né con quelli di ragionevolezza ed eguaglianza tributaria*”, con conseguente non fondatezza delle questioni di legittimità sollevate.

Quale chiosa finale, tuttavia, che esula dal perimetro della valutazione di legittimità costituzionale, la Corte Costituzionale osserva, in termini vaghi ma suggestivi, che rientra nella piena discrezionalità del legislatore provvedere ad un eventuale aggiornamento della disciplina dell'imposta di registro che tenga conto della complessità delle moderne tecniche contrattuali e dell'attuale stato di evoluzione tecnologica, con particolare riguardo al sistema di registrazione degli atti notarili.

4.7.2. Considerazioni a proposito della Sentenza

La Sentenza pone auspicabilmente un punto fermo al pluriennale dibattito sulla ratio e l'applicazione dell'art. 20 T.U.R., nella formulazione pre e post riforma del 2018, legittimando, sul piano costituzionale, le modifiche apportate dall'art. 1, comma 87, della Legge n. 205 del 2017, e dall'art. 1, comma 1084 della Legge n. 145 del 2018, che hanno qualificato la vigente formulazione della disposizione quale norma di interpretazione autentica della ratio della disposizione oggetto di scrutinio di legittimità.

Importante, inoltre, il passaggio della Sentenza in cui, in via di *obiter dictum*, si ribadisce la piena legittimità della pianificazione fiscale in quanto ammessa anche dall'ordinamento dell'Unione Europea. Tuttavia, nelle pieghe finali della Sentenza, sembra di poter cogliere un velato messaggio della Consulta al Legislatore, affinché, facendo esercizio della propria potestà e discrezionalità, valuti l'opportunità di procedere ad una sorta di riforma ed aggiornamento del T.U.R. che tenga conto della complessità delle moderne tecniche contrattuali.

Ad ogni buon conto, anche ove ciò in un futuro più o meno prossimo dovesse verificarsi, non può essere revocato in dubbio, e si ritiene costituisca ormai un dato definitivamente acquisito, che:

- (I) l'art. 20 T.U.R. non ha funzione antielusiva e non consente di per sé contestazione nel senso dell'abuso del diritto;
- (II) l'imposta di registro è un'imposta d'atto e deve essere applicata secondo la capacità contributiva recata dall'atto presentato per la registrazione, senza

- poter trarre elementi indiziari extra testuali di una differente “causa reale” del negozio giuridico, meritevole di tassazione in forma più onerosa;
- (III) l’art. 20 T.U.R. nella vigente formulazione è norma del tutto in linea con i principi costituzionali di uguaglianza e di capacità contributiva;
 - (IV) al contribuente, anche in relazione a fattispecie rilevanti ai fini dell’imposta di registro, non è preclusa una legittima pianificazione fiscale, in linea con i principi del diritto interno e dell’Unione Europea.

Alla luce della Sentenza, pertanto, è auspicabile attendersi un rapido allineamento da parte della giurisprudenza di merito e di legittimità al contenuto proprio dell’art. 20 T.U.R., secondo le intenzioni del legislatore, dunque ponendo fine soprattutto alla corposa serie di contenziosi che avevano ad oggetto la riqualificazione in cessione indiretta d’azienda, ai fini della tassazione dell’imposta di registro, delle operazioni di conferimento di ramo d’azienda seguite dalla cessione del 100% delle quote della beneficiaria, come pure le operazioni di cessione del 100% delle quote sociali di una società da parte dell’unico socio uscente.

4.8. LE VALUTAZIONI DI CONFERIMENTO IN SITUAZIONI DI INCERTEZZA

A completamento di queste riflessioni è opportuno richiamare alcune problematiche che si presentano ai valutatori in periodi di incertezza, quando gli scenari presentano andamenti non facilmente prevedibili e/o si è in presenza di discontinuità elevate gestionali e strategiche.

Va inoltre osservato che l’operazione di conferimento in una Newco trova allocazione in operazioni di turnaround aziendale, in presenza di una azienda in crisi, dalla quale appare opportuno scorporare i rami d’azienda in grado di creare valore sostenibile, offrendo poi ai creditori della società che sarà sottoposta a procedure concorsuale le azioni della nuova società costituenda.

L’operazione di scorporo della “parte sana” dell’azienda in crisi presenta diverse criticità, che devono essere tenute presente dal Perito.

Si osserva inoltre che la valutazione presenta diverse criticità nelle fasi di incertezza ambientale, associate a mutamenti di scenari, in presenza di salti tecnologici, innovazioni.

La professione ha affrontato nel tempo tali criticità, non ultimo con la pubblicazione: CNDCEC - SIDREA, *“Linee guida per la valutazione di aziende in crisi”*, www.commercialisti.it, 2020, che affronta la tematica nella sua complessità e alla quale si rimanda. In situazioni di incertezza particolare attenzione va posta all’analisi della documentazione fornita al perito, dalle informazioni sullo scenario, a quelle sul mercato di riferimento dell’azienda oggetto di valutazione. In questo caso rilevanza particolare assume l’illustrazione delle informazioni a disposizione, sulla base delle quali si sono definite delle ipotesi di andamento futuro, essenziali per procedere alla valutazione. Per quanto riguarda i parametri presenti nelle diverse metodologie di valutazione, sono disponibili anche dati che riportano i tassi free risk utilizzabili nelle metodologie finanziarie, insieme agli indicatori β e al premio per il rischio riferito ai diversi settori e ai diversi paesi. L’ipotesi di scenari diversi può rappresentare una alternativa al fine di individuare i valori massimi e minimi del conferimento, premessa, che se il conferimento riguarda una azienda o un ramo d’azienda, la dottrina e prassi ritengono importante verificare che tale realtà presenti il requisito della continuità, altrimenti venendo meno lo stesso concetto di azienda, come illustrato dal principio OIC 11 in tema di continuità aziendale, che definisce l’azienda come un *“complesso economico funzionante destinato alla produzione di reddito”*.

5 CONCLUSIONI

A cura di Alessandra Tami

5.1. GLI ERRORI NELLE PERIZIE DI VALUTAZIONE

Le situazioni di crisi economiche che in questi primi anni del terzo millennio hanno caratterizzato l'economia mondiale ha visto pesanti riflessi su molte aziende. Per assicurare la continuità aziendale molte realtà hanno usato la procedura di conferimento di azienda o di ramo d'azienda in due direzioni in particolare:

- a. In coerenza con la nuova normativa sulla crisi d'impresa, tesa a garantire in primis la sopravvivenza delle aziende, molte procedure hanno previsto lo scorporo della "parte sana" di un'azienda e il suo conferimento in una Newco o in un'altra realtà costituita da un'azienda funzionante. Come illustrato nei primi capitoli il conferimento in una realtà funzionante pone anche problematiche di una corretta attribuzione di azioni (o quote per le srl) ai soci titolari del conferimento, rispetto alle quote di pertinenza degli altri soci della società *target*.
- b. La presenza nel sistema produttivo di diverse realtà aziendali di pertinenza di uno stesso soggetto giuridico ha visto la procedura di un conferimento in una società *target* di una azienda appartenente allo stesso soggetto economico, in una logica di *turnaround* organizzativo.

La stampa ha riportato, con riferimento a queste esperienze, dei casi in cui, successivamente all'apporto, sono sorti conflitti fra i soci, che hanno messo in discussione i valori dell'apporto e di riflesso la correttezza della perizia redatta dal Consulente incaricato. Il gruppo di lavoro che ha collaborato alla redazione del presente contributo, si è proposto di recuperare un campione di perizie depositate presso il registro delle imprese, e ha condotto una ricerca sul contenuto delle stesse, con l'obiettivo di comprendere le osservazioni emerse in sede giurisdizionale, quando tali perizie siano state oggetto di contestazione.

Sulla base dell'analisi condotta, sono emersi alcune criticità nella stesura delle perizie. Nelle seguenti pagine si propone un riepilogo degli errori che possono inficiare il valore della perizia.

I temi degli errori di valutazione e della responsabilità del perito è ampiamente dibattuto dalla dottrina, che ricordano come il Perito debba essere professionalmente indipendente e agire nel rispetto della deontologia della sua categoria professionale e nella correttezza dei comportamenti e degli adempimenti.

Va inoltre ricordato che nelle operazioni di finanza straordinaria anche di imprese in sviluppo, nelle ipotesi di rafforzamento patrimoniale, attraverso la quotazione o attraverso operazioni di private equity, la procedura prevede la costituzione di una Newco, a cui viene apportata l'azienda storica, insieme ai capitali che si intendono raccogliere per lo sviluppo.

In questa procedura la valutazione dell'azienda diventa essenziale per attribuire un valore corretto alle attività immateriali non contabilizzate nei bilanci dell'azienda originaria, quali valori di marchi, avviamento, e altre attività intangibili.

Il tema degli errori nelle perizie di valutazione sono state oggetto di diversi contributi da parte della dottrina, a cui si rimanda. Gli studi sottolineano che la possibilità di errori può riguardare sia le procedure di valutazione, sia i parametri che entrano nelle metodiche di valutazione^[86].

Errori nella raccolta dei dati, errori nelle previsioni di scenario, basi informative insufficienti, applicazione di modelli valutativi incoerenti con il *business* aziendale sono alcune delle criticità che possono inficiare le perizie di valutazione.

In particolare, con riferimento al metodo finanziario di valutazione, Fernández nel WP identifica sei possibili aree di errore:

1. Errori nella stima del tasso di sconto relativamente alla valutazione del rischio della società;
2. Errori nel calcolo dei flussi di cassa attesi;
3. Errori nel calcolo del valore terminale;
4. Inconsistenze ed errori di concetto;
5. Errori nell'interpretazione della valutazione;
6. Errori organizzativi.

⁸⁶ Si segnalano in particolare i seguenti interventi:

PABLO FERNANDEZ, JOSÉ MARIA CARABIAS, *96 Commons Errors in Company Valuations*, Working Paper WP no 627, April 2006, IESE CIIF University of Navarra. - LUIGI GUATRI, *La qualità delle Valutazioni: una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi Editore, EGEA, Milano 2007.

1 - Errori nella stima del tasso di sconto relativamente alla valutazione del rischio della società

L'autore sottolinea che non è corretto far riferimento a dati storici, ma che le componenti del tasso di attualizzazione devono far riferimento a valori puntuali e/o riferiti all'orizzonte in cui si procede alla valutazione. Gli errori possono riguardare il tasso risk-free: per l'A. il *risk-free rate* è per definizione il tasso che potrebbe essere ottenuto al tempo in cui il costo del capitale di rischio (*equity*) viene applicato. Il tasso non può inoltre essere quello dei bond governativi a breve termine, ma la scelta deve cadere sul tasso (Yield o IRR) dei titoli governativi a lungo termine, con scadenza simile ai flussi di cassa attesi. Inoltre permane l'attenzione a usare tassi coerenti la natura nominale o reale dei flussi di cassa oggetto di attualizzazione. Per la stima dei tassi reali l'autore sottolinea che al tasso IRR a dieci anni deve essere sottratto il tasso di inflazione atteso, non il tasso corrente di inflazione.

Un altro elemento su cui possono intervenire errori è la scelta del beta. Dalle banche dati vanno individuati attentamente i peers. Inoltre per il beta si devono utilizzare formule corrette per la stima del beta levered e quello unlevered. Per Fernandez la formula dipende dal livello di indebitamento¹⁸⁷.

Errori possono aversi anche nella stima del premio per il rischio di mercato, in quanto i *market risk premium* nel tempo dipendono dai diversi intervalli di tempo considerati. L'A. sottolinea che il *market risk premium* dovrebbe essere valutato su attese future e meno su serie storiche.

Errori possono aversi nel calcolo del WACC, in particolare quando il rapporto di indebitamento utilizzato è diverso da quello che risulta dalla valutazione.

2 - Errori nel calcolo dei flussi di cassa attesi

Particolare critica è la stima dei flussi di cassa, che deve tener conto sia della variazione del capitale circolante operativo, sia del fabbisogno di investimenti in capitale fisso, tenendo conto che bisogna evitare un eccesso di ottimismo.

⁸⁷ L'A. propone la seguente formula, per imprese non quotate, se il debito è atteso proporzionale al valore di libro dell'*equity*, la relazione corretta fra il beta levered (β_L) che tiene conto del rischio associato al debito) e il beta unlevered (β_U) è: $\beta_L = \beta_U + (\beta_U - \beta_D)D(1-T)$; per Damodaran la stima del $\beta_L = \beta_U + \beta_U D(1-T)/E$.

3 - Errori nel calcolo del valore terminale

La valutazione del valore residuale si presenta particolarmente problematico, in quanto deve far riferimento a corretti flussi di cassa e tener conto di un tasso di crescita adeguato.

4 - Inconsistenze ed errori di concetto

Un errore segnalato è la non congruenza fra flussi di cassa espressi in termini nominali e tassi di attualizzazione in termini reali; un'altra area di criticità sono ipotesi di flussi di cassa attesi molto più elevati di quelli storici senza validi motivi, sulla base di previsioni di vendita future incoerenti con l'ambiente economico e il contesto competitivo.

5 - Errori nell'interpretazione della valutazione

Il principale errore sta nel confondere il valore con il prezzo, che dipende anche da condizioni della negoziazione. Si osserva che una azienda può non avere lo stesso valore per tutti gli interessati

6 - Errori organizzativi

L'A. sottolinea l'importanza di procedere alla valutazione solo dopo aver controllato le previsioni fatte dal management aziendale che chiede la valutazione, oltre all'opportunità di non far riferimento solo a informazioni contabili e finanziarie, ma di avere contatti anche con il management delle altre aree aziendali

5.2. DALLA TEORIA ALLA PRASSI: UN ESEMPIO DI CRITICITÀ DALL'ANALISI DI PERIZIE

Sulla base dei contributi teorici richiamati, occorre sottolineare la delicatezza dei valori che emergono dalle perizie, in quanto prodromiche per evitare il sorgere di conflitti successivi, partendo dalla ripartizione degli utili, dalle scelte in tema di aumento del capitale e di quote di partecipazione, quindi conflitti legati alle scelte di governance della società.

È emerso che le obiezioni alla perizie sottolineano alcuni aspetti, quali:

- il limite insito nella scarsa o addirittura inesistente analisi della realtà aziendale,

- mera applicazione di una «formula» valutativa, senza lo sviluppo di alcuna riflessione critica,
- errori nell'applicazione della formula di valutazione prescelta,
- mancata adozione di correttivi alla formula generale sulla base delle specificità della realtà oggetto di valutazione,
- accettazione acritica delle previsioni da inserire nella formula, senza un approfondimento delle situazioni di contesto specifiche rispetto a una applicazione di meramente basata sulla dottrina.

A supporto degli errori da evitare, illustriamo il caso di una perizia, che è stata oggetto di contestazione, nell'ambito dell'esito di una procedura concorsuale che ha interessato l'azienda *target*. L'esempio fa riferimento al un conferimento (2005) dell'intera azienda Alfa in una Srl di nuova costituzione. Dal testo della perizia l'azienda sulla base del metodo misto ($W = K + (R - iK) \frac{a_{\overline{n}|i}}{i}$), sono emerse alcune scelte non condivisibili.

Tenendo conto che gli elementi utilizzati per la valutazione portano a un Netto Patrimonio del ramo d'azienda conferito rettificato, dopo la valutazione a valori correnti dell'attivo e del passivo, pari a 1.444 k/euro, il perito indica come valore di K (Patrimonio Netto Rettificato), l'importo di 2.500 k/euro, valore tuttavia comprensivo di un valore di avviamento di 1.000 k euro, stimato dal perito).

Con riferimento al rendimento obiettivo del capitale i , il perito lo stima in termini reali pari all'importo del 7,70%, al netto del tasso di inflazione stimato nel 1,5%; tuttavia non fornisce una adeguata motivazione di tale scelta. Il tasso di attualizzazione i' del sovra reddito viene fissato nel valore del 2%, al netto dell'inflazione stimata in 1,5%. In questo caso la dottrina avrebbe richiesto un tasso maggiore, in quanto i sovraredditi sono ritenuti più rischiosi. Il numero n di anni su cui calcolare il sovrareddito viene stimato in 5 anni.

Ultimo, ma non meno criticabile, il reddito medio utilizzato nel calcolo deriva dalla media dei redditi attesi dal *Business Plan* redatto dal management, che prefigura livelli estremamente positivi del reddito, rispetto a quello realizzato nei periodi precedenti. Sulla base pertanto del valore di R pari a 400 k/euro, la valutazione dell'azienda conferita viene definita in 2,4 milioni di euro.

La lettura della perizia fa emergere molteplici errori.

- a. Il K utilizzato nella formula del metodo misto non è coerente con il patrimonio netto rettificato calcolato nella relazione, avendo stimato un K per il calcolo comprensivo dell'avviamento;
- b. Sono stati utilizzati dei tassi reali quando i redditi di piano erano invece espressi in valori nominali;
- c. ma soprattutto sono stati utilizzati dei redditi attesi del tutto illogici e privi di qualsiasi supporto, sia documentale sia di assunzioni.

Si riportano le tabelle con gli elementi discussi nelle pagine precedenti.

Tab. n. 1. Analisi conti economici consuntivi

IMPORTI IN EURO/(000)	ANNO X-3		ANNO X-2		ANNO X-1		MEDIA	
Val. Produzione	8.708	100%	8.063	100%	7.250	100%	8.007	100%
EBITDA	546	6,3%	613	7,6%	613	8,5%	591	7,4%
EBIT	251	2,9%	375	4,6%	395	5,5%	340	4,3%
Risultato ante straord e imp.	(241)	-2,5%	(247)	-3,1%	(73)	-1,0%	(178)	-2,2%
Risultato netto	16	0,2%	(12)	-0,2%	(74)	-1,0%	(23)	-0,3%

Tab. n. 2 Analisi situazioni patrimoniali consuntive

IMPORTI IN EURO/ (000)	ANNO X-3		ANNO X-2		ANNO X-1	
Capitale circolante netto operativo	5.444	73%	5.427	76%	4.678	82%
Attivo fisso netto	2.011	27%	1.760	24%	1.053	18%
Capitale investito netto	7.455	100%	7.187	100%	5.731	100%
Capitale sociale	416	6%	416	6%	416	7%
Riserve	79	1%	95	1%	82	1%
Utile/(perdita) dell'esercizio	16	0%	(12)	0%	(74)	-1%
Patrimonio netto	511	7%	499	7%	424	7%
Posizione finanziaria netta	6.944	93%	6.688	93%	5.307	93%
Totale fonti	7.455	100%	7.187	100%	5.731	100%

Un secondo caso da cui emergono errori si riferisce al conferimento di un'azienda che ha per oggetto attività di costruzione, ristrutturazione, demolizione di qualsiasi tipo di fabbricato. La perizia è stata chiesta nell'ambito della costituzione di una nuova società con la finalità di una riorganizzazione societaria.

Il perito dichiara di utilizzare i seguenti metodi:

- metodo patrimoniale;
- metodo del valore attuale della rendita perpetua;
- metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito;
- metodo del valore medio.

Il perito illustra come il valore del capitale economico venga quindi determinato utilizzando la media delle formule e delle metodologie sopra riportate, scelta che dovrebbe portare alla stima di un valore prudenziale.

La lettura attenta dei calcoli non consente di comprendere quale sia il metodo effettivamente utilizzato, mentre la perizia presenta errori plurimi di metodo, di calcolo, di esposizione.

In particolare la data di riferimento della perizia è di 8 mesi successiva alla situazione patrimoniale di riferimento. Inoltre particolare criticità si rileva nella valutazione del valore corrente dei contratti di leasing finanziario della società, sui quali si procede a stimare il valore corrente del bene sottostante, al netto del debito residuo per i canoni da versare, stima che porta a una rilevante plusvalenza, che poi viene rettificata, senza fornire adeguata documentazione di supporto.

Il valore inoltre non viene rettificato sulla base della fiscalità latente.

La stima del reddito medio viene ottenuta attraverso una normalizzazione dei redditi del tutto incomprensibile, che porta a rivalutazioni dei redditi assolutamente né giustificabili né condivisibili, né argomentati sono i tassi di attualizzazione utilizzati. Il valore derivante dalla applicazione delle formule vien quindi successivamente svalutato, in relazione a possibili eventi rischiosi, senza esplicitare le motivazioni.

La crisi successiva dell'azienda target ha condotto i soci a impugnare la perizia, in quanto i valori emersi sono stati smentiti dalla realtà, essendo la sostanza patrimoniale di fatto sopravvalutata, con effetti negativi per la stessa continuità aziendale, per le minusvalenze emerse in sede di realizzo dei beni.

5.3. CONSIDERAZIONI FINALI

La valutazione ai fini del conferimento comporta le stesse difficoltà «operative» di qualsiasi altro processo valutativo. Inoltre, assumendo spesso il significato di valutazione iniziale del patrimonio di una realtà produttiva, è necessario tutelare non solo gli interessi dei soci, ma anche gli interessi dei creditori della società, nella logica della normativa sul bilancio d'esercizio come disciplinato dagli articoli 2423 e succ. del codice civile, dove la continuità aziendale, la prudenza e l'integrità del patrimonio netto rappresentano presupposti di base.

È un processo pertanto che non si deve limitare ad una mera applicazione di una «formula» matematica, ancorché sia necessario la conoscenza precisa delle varie metodologie e delle relative particolarità tecniche (tassi di attualizzazione, determinazione delle grandezze di riferimento, utilizzo dei parametri).

È sempre necessaria un'attenta analisi dell'oggetto della valutazione al fine di individuare il corretto approccio valutativo.

Particolare attenzione andrà posta alla valorizzazione dell'avviamento, che presume un'attenta valutazione delle prospettive future della realtà oggetto di valutazione. L'azienda o il ramo d'azienda oggetto di conferimento devono rispondere al principio della continuità aziendale, ma non solo con un orizzonte annuale, come richiesto dai principi contabili di redazione del bilancio d'esercizio, ma coerentemente con le stesse formule di valutazione e metodologie applicate.

La crisi delle imprese *target* dopo il conferimento è un fattore, purtroppo, che nella prassi giurisdizionale ha rappresentato un fattore di contestazione della perizia relativa al conferimento.

Prestare attenzione alle responsabilità derivanti dall'incarico, e all'indipendenza e alla deontologia professionale sono quindi i pilastri di ogni corretta valutazione.

In sintesi, è importante che il perito mantenga la sua indipendenza e instauri uno scambio di informazioni con il management dell'azienda oggetto di valutazione. La

documentazione usata, le fonti informative utilizzate devono essere coerenti con il metodo di valutazione scelto, in modo da dimostrare anche in futuro la correttezza della base informativa, che non può non tenere del contesto e del periodo in cui viene richiesta la valutazione.

La valutazione è un processo articolato, che fa riferimento alle *best practice* individuate dalla teoria e della prassi, adeguate all'ambiente in cui opera la realtà da valutare.

BIBLIOGRAFIA

Numerose sono le pubblicazioni sul tema della valutazione d'azienda, tema che ha interessato teorici e pratici.

Vanno inoltre segnalate le organizzazioni internazionali e nazionali, che hanno emanato linee-guida sulle valutazioni.

In particolare queste riflessioni sono state redatte nel presupposto della conoscenza dei principi di valutazione generalmente accettati, composti dall'insieme dei *Principi Italiani di Valutazione* (PIV), emanati dall'*Organismo Italiano di Valutazione* (OIV)^[88], e dei *Principi Internazionali di Valutazione* (IVS), emanati dall'*International Valuation Standard Council* (IVSC)^[89].

La Fondazione nazionale dei dottori commercialisti e Il Consiglio nazionale hanno inoltre pubblicato studi e ricerche sul tema della valutazione. Si segnala l'ultimo contributo, *last but not least*: CNDCEC - SIDREA, "*Linee guida per la valutazione di aziende in crisi*" 2020^[90]. https://www.odcec.roma.it/images/linee_guida_valutazioni_aziende_in_crisi.pdf, a cui si rimanda.

⁸⁸ www.fondazioneoiv.it

⁸⁹ www.ivsc.org; nel sito è disponibile anche il paper: IVSC, *Dealing with valuation uncertainty at times of market unrest, A letter from the IVSC's technical standards boards*, March 2020

⁹⁰ https://www.odcec.roma.it/images/linee_guida_valutazioni_aziende_in_crisi.pdf

APPENDICE**LA VALUTAZIONE DEL SOFTWARE IN UNA OPERAZIONE DI RIORGANIZZAZIONE AZIENDALE**

A cura di Riccardo **Sclavi**

A.1. INTRODUZIONE

Lo sviluppo dell'IT ha visto la nascita e lo sviluppo di molte società, spesso formate da ingegneri informatici, per lo sviluppo di *software* applicativi attenti alle esigenze di una clientela diversificata, che chiede programmi di facile utilizzo e nello stesso tempo adeguati a seguire la complessità delle scelte strategiche e gestionali in un ambiente dove i livelli di incertezza diventano sempre maggiori.

La storia di queste società che sviluppano programmi *software* specifici vede nel tempo importanti processi di crescita a cui si accompagnano scelte di riorganizzazione societarie e organizzativa, per cui si pone il problema di adottare forme societarie più adatte alla dimensione e alla crescente complessità del *business*.

Il processo di crescita vede come prassi spesso il conferimento dell'azienda iniziale, spesso di tipo personale, in una *newco*, in forma di società di capitali, per favorire una miglior organizzazione dell'attività, sia facilitare l'ingresso di nuovi soci.

Questa tipologia di azienda è caratterizzata dalla prevalenza di attività intangibili, in quanto è il *know how* sviluppato che rappresenta la principale classe di attività.

Tale *know how* si è spesso concretizzato nella scrittura di programmi di *software*, che la società concede in licenza ai suoi clienti, insieme ad attività di assistenza e si supporto gestionale.

Pertanto nell'operazione di conferimento dell'azienda a una *newco* il tema della valutazione del *software* diventa critico ai fini della stima del valore dell'azienda stessa.

A.2. LA DEFINIZIONE DI SOFTWARE

Sebbene ormai il termine *software* sia divenuto di uso comune anche nella lingua italiana, per la nostra analisi risulta più significativa l'espressione italiana equivalente di

“programmi per elaboratori”. A seguito dell’evoluzione tecnologica che si è riscontrata dalla fine degli Anni 90 ad oggi, il valore della componente materiale che permette il funzionamento di molti oggetti si è sempre più ridotto rispetto alla componente immateriale, cioè all’insieme delle istruzioni che indicano come l’oggetto deve funzionare. Prima dell’avvento dei *software-based objects*, avvenuto approssimativamente all’inizio degli Anni 2000, ogni oggetto aveva un proprio funzionamento *hard-wired* ossia dipendente da come era realizzata la parte elettrica/elettronica presente all’interno dell’oggetto stesso. Negli ultimi vent’anni la tecnologia si è sempre più spostata verso oggetti che hanno molteplici possibilità di funzionamento differenti e dispongono di *software* che indicano all’oggetto come deve funzionare di volta in volta. La conclusione di questo processo è che il valore del *software* avrà un valore economico superiore a quello dell’hardware. La conferma viene dall’evoluzione delle quotazioni di borsa delle società che operano nei due settori: il numero dei fabbricanti di hardware ed i loro profitti diminuiscono continuamente^[91] mentre le società di *software* prosperano^[92] e sempre più di frequente il possesso di un particolare *software* si traduce in un vantaggio competitivo^[93].

Per un’evoluzione della tecnologia in corso da almeno una decina d’anni, il *software* inoltre sta sempre più trasformandosi da una serie di istruzioni presenti in file registrati nella memoria fisica della specifica attrezzatura in un servizio in *cloud* che viene fornito quando il computer vi accede. Tale evoluzione, innanzitutto, permette a chi ha realizzato il *software* di risolvere i problemi di compatibilità, astruendo dalla piattaforma hardware utilizzata, e di curare con maggior facilità gli aggiornamenti, poiché è sufficiente aggiornare il server su cui risiede il servizio senza dover indicare ai vari utenti la necessità di installare gli aggiornamenti sulla propria macchina. Inoltre ciò dall’altra garantisce una maggior tutela dei diritti di proprietà intellettuale, evitando le copie non autorizzate.

Tale evoluzione si è concretizzata in due categorie di *software* che esulano dalla tradi-

⁹¹ Fra i nomi di produttori di PC oggi non più esistenti possiamo citare Compaq, Digital, Honeywell, Siemens, Sun e Xerox. IBM ha ceduto nel 2005 la propria divisione PC alla cinese Lenovo.

⁹² Nel 2020 le prime 5 aziende per capitalizzazione quotate al NASDAQ sono Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet (controllante di Google) e Facebook. Solo la seconda, in parte, produce hardware; in tutti gli altri casi si tratta di un modello di *business* incentrato sul *software*.

⁹³ Servizi di *remote banking* efficienti permettono alle banche riduzioni del personale e del numero degli sportelli.

zionale definizione di “file contenente una serie di istruzioni”, che sono le *web app* e i servizi online.

Un esempio di una *web app* è Fogli Google: accedendo al sito di Google è possibile avere a disposizione tutte le funzionalità di Excel, senza bisogno di installare il relativo programma sul proprio computer. Analogo discorso vale per servizi come Google Calendar, che ha sostituito l’agenda elettronica che molti portavano in tasca trent’anni fa, o Google Drive, che sostituisce validamente le chiavette USB per portare con sé i file che servono.

Gli esempi dei servizi online sono rappresentati da tutti quei siti che forniscono servizi che vanno dal calcolo degli itinerari stradali (Viamichelin, Google Maps) ai servizi di remote banking. Su tratta di servizi che una ventina di anni fa erano svolti da programmi installati sul computer tramite il quale si usava il servizio mentre da tempo si è giunti ad un’informazione centralizzata accessibile da qualsiasi computer.

In considerazione del mutamento del contesto, sempre di più i criteri di valutazione del *software* devono essere in grado di apprezzare correttamente il valore delle nuove forme di *software* che sono comparse sul mercato e che, molto spesso, hanno un valore percepito da parte dell’utilizzatore superiore a quello del corrispondente *software* fisicamente installato su un computer, valore che viene riconosciuto dall’utente è per il quale è disposto a pagare un prezzo superiore.

A.3. I CONTRATTI DI LICENZA PER IL SOFTWARE

Particolarità del *software*, affine a quello di altre opere dell’ingegno quali i brevetti, è che lo sfruttamento del bene immateriale non avviene tramite la sua vendita bensì tramite un contratto di licenza con cui il proprietario concede a terzi il diritto di utilizzo. Come conseguenza lo stesso *software* può essere concesso in licenza a molteplici soggetti senza che la concessione di una licenza addizionale comporti pregiudizio ai soggetti che sono già licenziatari e, considerando che ormai la distribuzione del *software* prescinde da un supporto fisico, il costo di riproduzione e di distribuzione di ogni licenza aggiuntiva è nullo. Sono pertanto i diritti di utilizzo che vengono concessi con il contratto di licenza a determinare quali possono essere le fonti di ricavo per il soggetto che detiene la proprietà del *software* e, di conseguenza, il valore economico del

software stesso. Qualsiasi bene, materiale o immateriale, al di là del suo costo di acquisto o produzione ha infatti un valore solo in quanto è in grado di produrre un reddito. Il valore del *software* dipende quindi dalle tipologie di licenza in quanto esse determinano quali possono essere i flussi di ricavi per l'azienda proprietaria del *software*.

Le forme principali, ordinate dalla più alla meno restrittiva, sono:

- segreto industriale;
- proprietaria (o closed source);
- non commerciale;
- GPL (o copyleft);
- LGPL;
- permissiva;
- pubblico dominio.

A.3.1. Segreto industriale

Un *software* protetto da segreto industriale, per sua definizione, non viene concesso in licenza “in quanto tale” ma solo come componente di “qualcosa” all'interno della quale viene installato e di cui ne permette e ne controlla il funzionamento. L'esempio principale, al momento della stesura di queste pagine, è quello dell'algoritmo di ricerca utilizzato da Google. Google non ha mai diffuso i criteri di funzionamento del proprio algoritmo in modo da evitare che siti web costruiti ad arte possano alterarne i risultati.

A.3.2. Licenza proprietaria

La licenza proprietaria prevede che il titolare del *software* si riservi tutti i diritti di sfruttamento, modifica e distribuzione. Il titolare della licenza può semplicemente utilizzare il *software* “così com'è” (“as is”), normalmente con un numero di copie installate predefinito, senza la possibilità di modificare, adattare o migliorare il *software* e normalmente senza neppure la possibilità di cedere a terzi il *software* una volta che se ne sia terminato l'utilizzo (c.d. “vendita del *software* usato”), salvo che sia ne sia permessa la cessione contestuale alla cessione dell'hardware su cui tale *software* è installato. Questo tipo di licenza non permette normalmente neppure l'accesso al codice del *software* per esaminarlo, proibendo esplicitamente forme di disassemblaggio e/o reverse engineering. Esempi di questo tipo di licenza sono i sistemi operativi Windows e MacOS e il pacchetto Office.

A.3.3. Licenza non commerciale

La licenza non commerciale permette il libero utilizzo del *software* purché ciò avvenga per fini non commerciale (es. utilizzo in ambito accademico o utilizzo per attività di ricerca sul *software* stesso) ma ne vieta l'incorporazione all'interno di altri *software* che abbiano licenza commerciale e la distribuzione onerosa. Esempi di questo tipo di licenza sono l'interprete PostScript "Ghostscript" e la Java Research License.

A.3.4. Licenza GPL o copyleft

La licenza *General Public License* prevede il diritto di distribuire copie e versioni modificate del *software* a patto che la stessa licenza si applichi anche ai *software* derivati. Il soggetto che riceve in licenza il *software* può richiedere un compenso per modifiche o adattamenti del *software* e questo elemento distingue la licenza GPL dalla licenza non commerciale. Esempi di questo tipo di licenza sono i *database* MySQL e MariaDB e il *software* per la gestione di contenuti di pagine web Joomla.

A.3.5. Licenza LGPL

La licenza *Lesser General Public License* permette di incorporare un *software* pubblicato secondo questa licenza in un *software* derivato, il quale può anche avere licenza proprietaria. Ciò non obbliga a rilasciare il codice sorgente di tale altro *software*, come è invece previsto per la licenza GPL. Tale tipo di licenza non è particolarmente diffuso per applicazioni utilizzabili dall'utente finale mentre è più comune per le librerie⁹⁴. Un esempio è *WebKit*, che è il componente del *browser* che trasforma i documenti HTML in rappresentazioni visuali, ed è utilizzato nei *computer* Apple, nei dispositivi mobili Apple e BlackBerry, nel lettore *e-book* Kindle.

A.3.6. Licenza permissiva

La licenza permissiva, a differenza della licenza GPL, permette a chi redistribuisce il *software*, sia modificato che non modificato, di non rendere pubbliche le modifiche apportate al *software* e permette di riservarsi il diritto che le versioni successive del

⁹⁴ Termine italiano nato sul calco linguistico dell'inglese *library* (biblioteca). Si tratta di quei *software* che vengono utilizzati da altri *software* per specifiche funzioni evitando al programmatore di dover scrivere il codice per svolgere determinate funzioni come, ad esempio, tracciare un grafico o eseguire calcoli con le date.

software possano non essere né gratuite né pubblicamente disponibili. Altra caratteristica è che il produttore del codice non può essere ritenuto responsabile dei danni derivanti dall'utilizzo del *software*. Esempi di questo tipo di licenza sono le licenze MIT (*Microsoft.NET*), BSD (*FreeBSD Unix*) e Apache (*Apache web server*).

A.3.7. Pubblico dominio

È la forma di licenza più permissiva in quanto l'autore del *software* concede a chiunque il diritto di modificare, utilizzare e sfruttare commercialmente il *software* senza alcuna restrizione e si applica generalmente solo a *software* rilasciati prima dell'entrata in vigore della Convenzione di Berna avvenuta nel 1988: mentre prima di tale data il *software* era considerato di pubblico dominio salvo il caso che riportasse un'indicazione di copyright, attualmente il *software* risulta protetto da copyright salvo il caso in cui l'autore lo rilasci esplicitamente nel pubblico dominio. Tale licenza è attualmente utilizzata quasi esclusivamente per le implementazioni di *test* degli algoritmi crittografici, in modo verificarne la sicurezza permettendo a chiunque di poter legittimamente provare a violarli.

Si stanno sviluppando altre tipologie di licenze. Tuttavia l'elenco, pur non esaustivo, fornisce al valutatore elementi sufficienti per inquadrare correttamente il modello di *business* in base al quale l'azienda genera valore tramite lo sfruttamento del *software*.

A.4. IL MODELLO DI BUSINESS

Si passa ora ad analizzare quali sono i modelli di *business* che un'impresa può adottare al fine di trarre un ricavo dal *software* di cui è proprietaria. È infatti evidente che, ai fini della valutazione di un *software* è necessario che esso apporti un flusso di reddito all'impresa che lo possiede; in caso contrario, per quanti possano essere stati i costi sostenuti per lo sviluppo (o l'acquisizione), il valore economico non può che essere nullo. Il fatto che un *software* sia concesso con una licenza che ne consente l'utilizzo gratuito non comporta assolutamente il fatto che l'impresa che ne è proprietaria non ne consegua ricavi e che, di conseguenza, tale *software* abbia valore nullo. Valga per tutti il caso dell'algoritmo di ricerca di Google: il fatto che chiunque lo possa utilizzare senza dover pagare una licenza specifica a Google non significa né che Google non ne consegua dei

ricavi^[95] né che il valore di tale algoritmo sia pari a zero, tant'è che costituisce, come detto prima, segreto commerciale.

Fra le forme di sfruttamento del *software* che permettono ad un'impresa di conseguire un reddito si possono enumerare:

1. *royalties*;
2. assistenza;
3. consulenza;
4. SAAS;
5. *software embedded*;
6. utilizzo del *software* per la produzione;
7. utilizzo del *software* per l'erogazione di un servizio;
8. *adware*.

Royalties

La forma più tradizionale di sfruttamento di un *software* è quella di far pagare un canone di licenza (*royalty*) a fronte della concessione del diritto di utilizzo. Il modello di *business* funziona tanto meglio quanto più il *software* soddisfa un'esigenza diffusa e standardizzata, poiché ciò amplia il mercato e contemporaneamente riduce i costi di sviluppo e mantenimento delle differenti versioni. Un programma di scrittura, di disegno o un foglio di calcolo rientrano perfettamente in questo modello; un *software* di contabilità o uno di gestione del personale già vi si adattano meno a causa delle differenze esistenti nelle legislazioni e nelle prassi dei diversi Paesi che obbligano a creare e mantenere versioni locali differenti. Il valore del *software* è funzione dell'ammontare delle *royalties* che derivano dal suo sfruttamento.

Assistenza

Il proprietario del *software* mette a disposizione gratuitamente il *software*, eventualmente anche con licenze di tipo GPL, e contemporaneamente offre un servizio di assistenza a pagamento per tale *software*. L'utilizzatore del *software* in questo caso è libero

⁹⁵ Il fatturato di Google nel 2019 è stato di 160 miliardi di dollari, di cui quasi 135 miliardi derivano da entrate pubblicitarie.

di installare e utilizzare il *software*, mentre decide se affrontare al proprio interno la risoluzione dei problemi ed eventuali personalizzazioni oppure se affidare queste funzioni all'esterno, anche e soprattutto in funzione delle risorse e delle competenze informatiche di cui dispone. È inoltre importante rilevare che l'assistenza al *software* può essere affidata sia al soggetto che ha sviluppato il *software* sia ad un soggetto terzo e può nascere una situazione di concorrenza tra il servizio di assistenza svolto da parte del creatore del *software* e degli altri soggetti. Il creatore del *software* normalmente dispone di un vantaggio competitivo in quanto può decidere le linee di sviluppo del codice per migliorare la qualità del proprio servizio di assistenza. Il valore del *software* è funzione del valore dei contratti di assistenza che ne derivano; per lo scopo di queste pagine non consideriamo il caso dell'assistenza svolta da soggetti differenti dal creatore del *software* in quanto il flusso di ricavi non è attribuibile al *software* in sé.

Consulenza

Modello di *business* molto simile al precedente, vi si differenzia in quanto la consulenza comporta la realizzazione di soluzioni informatiche personalizzate per ciascun cliente utilizzando un *software* di base indifferenziato. Valgono analoghe considerazioni per il vantaggio competitivo del creatore del *software*, in quanto questi decide le linee di sviluppo e sul fatto che, quando la consulenza viene svolta da terzi, il flusso di reddito che ne deriva non è attribuibile al *software* in sé. Anche in questo caso il valore del *software* è funzione del valore dei contratti di consulenza che ne derivano.

SAAS

Acronimo di *Software As A Service* (*software* fornito come servizio), è la sostituzione di un programma installato su un computer dell'utente con la possibilità di ottenere le stesse funzioni accedendo ad un portale web o ad una *web app*^[96]. Questo modello di *business* da un lato garantisce all'utilizzatore di avere sempre a disposizione un *software* aggiornato all'ultima versione e spesso di avere un'archiviazione sicura dei propri dati e un'accessibilità svincolata dalla macchina fisica utilizzata e, dall'altro lato, garantisce al pro-

⁹⁶ *Software* che, per essere eseguito, non richiede che il codice sia presente sul dispositivo fisico da cui avviene l'utilizzo.

prietario del *software* maggior flessibilità per distribuzione e aggiornamento del *software* ed un controllo totale sul suo utilizzo, prevenendo alla fonte sia le copie non autorizzate che il fenomeno degli utenti che non rinnovano il proprio *software* preferendo (come l'autore di queste pagine) continuare ad usare la copia di Word acquistata dieci anni prima. Il valore del *software* può essere funzione sia dei canoni di licenza per l'utilizzo del *software* sia dei corrispettivi per i servizi aggiuntivi che vengono forniti (es. conservazione dei dati nel *cloud*), al netto del costo che si deve sostenere per erogare tali servizi.

Software embedded

Il *software embedded* è il *software* realizzato esclusivamente per funzionare all'interno di un dispositivo fisico; in questo caso il produttore del *software* tende a distribuire gratuitamente il *software* ed i relativi aggiornamenti dal momento che consegue i propri ricavi dalla vendita dei dispositivi fisici. Esempi di questa situazione sono i *software* che controllano il funzionamento dei dispositivi IoT e i sistemi operativi MacOS e iOS di Apple. Il valore del *software* è funzione dell'incremento di prezzo che si può ottenere nella vendita dei dispositivi fisici il quale, a sua volta, deriva dalle caratteristiche distintive prodotte dal *software*.

Utilizzo del software per la produzione

L'utilizzo del *software* nell'ambito di un processo produttivo è sempre più frequente a seguito dell'evoluzione dei macchinari e degli impianti produttivi, che possono svolgere differenti lavorazioni a seconda dei comandi impartiti dal *software* che li controlla. Senza arrivare agli oggetti realizzati con stampanti 3D, la cui tecnologia ad oggi non è ancora pienamente matura, le macchine CNC, nate all'inizio degli Anni 50 del XX secolo, a partire dall'inizio degli Anni 70, con la riduzione dei costi dei controller elettronici, si sono largamente diffuse nelle industrie per operazioni di taglio, tornitura e saldatura. Le sequenze di operazioni che tali macchine devono eseguire per produrre gli oggetti voluti sono dei veri e propri programmi scritti in linguaggi specifici, che i produttori delle macchine spesso forniscono, ma che ciascun utilizzatore può sviluppare al proprio interno. Come una volta la qualità di una produzione di un'officina era funzione delle capacità delle maestranze e del *know-how* aziendale, oggi è sempre più spesso funzione

della qualità dei *software* che controllano i macchinari CNC^[97]. Il valore del *software* è funzione del contributo alla qualità ed all'efficienza della produzione che ne derivano.

Utilizzo del *software* per l'erogazione di un servizio

Situazione molto simile a quella descritta in precedenza, vi si differenzia per l'ambito aziendale di applicazione. In questo caso l'azienda che possiede il *software* è in grado di erogare i propri servizi "meglio" dei concorrenti, in termini di efficienza, efficacia ed economicità. Esempi di queste applicazioni vanno dai *software* per la logistica^[98], in modo da definire gli itinerari più efficienti per la consegna o il ritiro della merce, ai *software* di prenotazione dei voli aerei, che calcolano l'applicazione delle tariffe in modo da massimizzare i ricavi, fino ai *remote banking* che permettono alle banche di ridurre il personale e il numero degli sportelli a parità di attività svolta. Il valore del *software*, analogamente al caso precedente, è funzione del contributo all'efficienza aziendale che ne deriva.

Adware

Il *software adware* è un *software* utilizzabile senza pagare alcun prezzo per la relativa licenza^[99] tuttavia l'utilizzatore vede visualizzati messaggi pubblicitari. È una forma di *software* abbastanza diffusa nel campo delle app per smartphone, che spesso offrono due forme di licenza per versioni simili o identiche di un'app: una gratuita con pubblicità ed una a pagamento senza pubblicità. Il valore del *software* è funzione dei ricavi pubblicitari che riesce a generare.

A.5. VALUTAZIONE DEL SOFTWARE

Una volta definiti l'oggetto della valutazione, i vari tipi di licenza con i connessi diritti di sfruttamento ed i modelli di *business* che un'impresa può porre in essere tramite un

⁹⁷ Il principale vantaggio dei programmi delle macchine CNC è quello di "potere immagazzinare il programma per uso futuro ed utilizzarlo più volte per ottenere gli stessi risultati di lavorazione in qualsiasi momento" - PETER SMID, *CNC programming handbook: A comprehensive guide to practical CNC programming*, Industrial Press, 2008.

⁹⁸ Cfr. il cosiddetto "problema del commesso viaggiatore": dato un insieme di città, e note le distanze tra ciascuna copia di esse, si tratta di trovare il tragitto di minima percorrenza che un commesso viaggiatore deve seguire per visitare tutte le città una ed una sola volta e ritornare alla città di partenza.

⁹⁹ Il che non significa che sia un *software* GPL, anzi, normalmente si tratta di *software* con licenza *closed source*, altrimenti sarebbe possibile da parte di chiunque la modifica del sorgente per eliminare i messaggi pubblicitari.

software, si esporranno le principali metodologie di valutazione della dottrina economico aziendale che possono essere applicate alle peculiarità del *software*.

Nelle pagine che seguono si analizzerà solamente il caso della valutazione del *software* in una operazione di conferimento, all'interno del processo di valutazione dell'azienda che lo detiene^[100], ai fini della stessa iscrizione del valore del *software* nel bilancio della società derivante dal conferimento. Si deve infatti osservare che le valutazioni per l'acquisizione del *software*, dove spesso sono prevalenti logiche di mercato quali l'eliminazione di un concorrente^[101] oppure prevale l'obiettivo di ottenere disponibilità immediata di un codice il cui sviluppo all'interno richiederebbe troppo tempo^[102] possono condurre a valori molto diversi.

Nei processi di valutazione del *software* i metodi di valutazione sono distinti nelle due macro categorie dei metodi patrimoniali, in questo caso basati sul costo di acquisizione o di produzione interna del *software*, e dei metodi reddituali, basati sui contributi diretti o indiretti che il *software* dà al valore della produzione dell'impresa.

A.5.1. I metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali che verranno in questa sede analizzati sono:

1. il metodo del costo di acquisizione;
2. il metodo del costo di produzione o ri-produzione;
3. i metodi di stima sintetica (o indiretta) del costo, che viene ricostruito sulla base dell'analisi del *software* esistente.

Metodo del costo di acquisizione

Il metodo più semplice di valutazione di un *software* è quella del costo di acquisizione ma è altresì un criterio che può essere applicato solo ad alcuni casi ben specifici. Occorre cioè che il titolare del *software* abbia incaricato un soggetto terzo per la realizzazione di quello specifico *software* e che, nel contratto, sia esplicitamente previsto il

¹⁰⁰ Non necessariamente è una *software house* - V. i casi di utilizzo del *software* per la produzione o per l'erogazione di un servizio sopra descritti.

¹⁰¹ Cfr. acquisto di Macromedia da parte di Adobe allo scopo di eliminare FreeHand, principale *software* concorrente di Illustrator.

¹⁰² Cfr. acquisto di WhatsApp Inc. da parte Facebook Inc. avvenuto nel 2014 per 19,3 milioni di dollari.

trasferimento della proprietà del *software* al committente o, come è più frequente nella prassi, del relativo codice sorgente¹⁰³. In questa situazione l'iscrizione in bilancio del *software* avviene in base al costo sostenuto per l'acquisizione; tale costo andrà però confrontato con il valore del *software* per evitare che l'attivo patrimoniale sia sovrastimato. Questo metodo è invece scarsamente utilizzabile nel caso di perizie di stima poiché, trattandosi di *software* sviluppato su commissione, per definizione non esiste un mercato di riferimento e, di conseguenza, il prezzo è il risultato di un'unica transazione tra due soggetti ben specifici.

Metodo del costo di produzione o ri-produzione

Questo metodo di valutazione può essere applicato ai *software* sviluppati all'interno dell'azienda e si basa sulla capitalizzazione dei costi sostenuti. Se l'individuazione delle categorie di costo non presenta particolari problemi, dal momento che si tratta sostanzialmente del costo del lavoro relativo ad analisi, progettazione, scrittura e collaudo del *software* e del costo di eventuali altri *software* utilizzati per la scrittura, quali strumenti di programmazione o librerie, può essere fonte di notevoli problemi la corretta quantificazione del numero di ore lavorative impiegate.

Molto spesso nelle aziende lo sviluppo di un *software* per uso interno non è un processo lineare e lo è tanto meno quante maggiori sono le competenze informatiche interne: in questi casi il *software* viene continuamente aggiornato e migliorato sulla base delle necessità che si presentano di volta in volta, rendendo difficile, in assenza di un preciso sistema di rilevazione dei tempi, riuscire a determinare il numero di ore di lavoro impiegato nello sviluppo.

Nell'ottica di una perizia di stima, in luogo del costo di produzione del *software*, potrebbe essere opportuno valutare l'insieme dei costi che l'azienda dovrebbe sostenere per produrre nuovamente il *software* oggetto della valutazione. In questo caso il processo prescinde dal modo contingente in cui è stato creato il *software* per fare invece riferimento ad un processo analitico razionale volto a quantificare in modo oggettivo le risorse necessarie per crearlo nuovamente da zero. Questo processo inoltre evita di in-

¹⁰³ Il trasferimento al committente del codice sorgente pone questi nella possibilità di modificare e adattare in proprio il *software*, sia dal punto di vista legale che dal fatto di disporre in forma modificabile dell'insieme di istruzioni che formano quel *software*.

cludere tra i costi capitalizzati quei costi che non si sono tradotti in un valore aggiunto del *software*, quali linee di sviluppo successivamente abbandonate in quanto ritenute non più rilevanti o modifiche necessarie per permettere al *software* di continuare a funzionare a seguito dell'evoluzione delle piattaforme su cui viene eseguito.

Metodi di stima sintetica: *Putnam model* e *COCOMO*

Una stima indiretta del costo di sviluppo del *software* può essere data dalle “dimensioni” del *software* risultante dal processo di sviluppo, poiché tali “dimensioni” sono un indicatore del numero di ore di lavoro che sono necessarie per scriverlo e, quindi, del suo costo^[104]. La posizione del professionista che redige una perizia di stima, da questo punto di vista, è relativamente più facile rispetto a quella dell'azienda che deve intraprendere il processo di sviluppo del *software* o di quella della società di *software* che deve redigere un preventivo o un'offerta per lo sviluppo in quanto il professionista si trova a valutare un *software* già esistente e funzionante, senza necessità di effettuare alcuna previsione. Alla luce di questa considerazione diviene interessante analizzare i metodi di preventivazione dei costi sviluppati da parte dell'industria del *software*.

Fra i vari modelli di stima proposti in letteratura, per la redazione di una perizia finalizzata ad un conferimento o all'iscrizione in bilancio appaiono particolarmente adatti allo scopo i metodi Putnam e COCOMO.

Il metodo Putnam è stato sviluppato negli Anni 70 da parte di Lawrence Putnam, Sr. basandosi sulla valutazione di progetti *software* dell'Esercito USA e della General Electric tramite l'applicazione di una funzione di regressione che interpolava dati noti relativi a progetti in differenti fasi di maturità.

La funzione interpolante, risolta rispetto all'impegno è:

$$\text{Impegno} = \left[\frac{\text{Dimensione progetto}}{\text{Produttività} \cdot \text{Tempo}^{4/3}} \right]^3 \cdot \text{Fattore di scala}$$

Dove:

- impegno è la stima in anni/uomo del costo di sviluppo del *software*;
- dimensione progetto è il numero di linee di codice che compongono il *software*;

104 Allo stato attuale della tecnologia i costi di sviluppo del *software* diversi dal costo del lavoro (es. costo di utilizzo delle piattaforme hardware o consumi energetici) non hanno valori significativi. L'unica eccezione può essere vista nelle componenti prodotte da terze parti (es. librerie) da includere nel *software* sviluppato.

- produttività è la capacità di gruppo degli sviluppatori di produrre *software* contenendo gli errori al di sotto di una soglia prefissata;
- tempo è il numero di anni di durata del processo di sviluppo;
- fattore di scala è un indicatore della complessità del progetto.

Il costo di produzione del *software* si ottiene semplicemente moltiplicando l'impegno per il costo annuale medio ponderato dei componenti del team di sviluppo; per il valore del *software* il riferimento è al costo medio annuo teorico di uno sviluppatore, in modo da prescindere dalla composizione specifica del gruppo di lavoro che ha scritto il *software* oggetto di valutazione.

Se tale formula risulta formalmente ineccepibile, non di meno presenta complessità di applicazione pratica per il professionista che si accinge a valutare un *software* esistente, stanti le difficoltà di quantificare i valori di produttività e fattore di scala, cosa che potrebbe introdurre elementi di arbitrarietà nel valore risultante.

Una valida soluzione agli elementi di arbitrarietà presenti nel modello di Putnam è data dal *Constructive Cost Model* (COCOMO)^[105] sviluppato negli stessi anni da Barry Boehm alla TRW^[106]. Il principale vantaggio del COCOMO, che è stato parimenti sviluppato applicando una funzione di regressione a progetti reali, risiede nel fatto che il processo di valutazione analizza la struttura stessa del codice al fine di determinarne la complessità e può essere completamente automatizzato, arrivando ad esprimere un risultato in termini di KNCSS^[107]. Tale risultato può essere quindi valorizzato sulla base del costo medio teorico di uno sviluppatore.

Il progetto *Black Duck Open Hub*^[108] mantiene un archivio costantemente aggiornato in modo automatico dei progetti open source gestiti tramite le piattaforme di sviluppo basate su Git^[109]. La consultazione delle analisi di *Black Duck Open Hub* è gratuita e,

¹⁰⁵ <https://it.wikipedia.org/wiki/COCOMO>

¹⁰⁶ E pubblicato nel 1981 nel libro *Software Engineering Economics*.

¹⁰⁷ Kilo Non Commenting Source Statement - migliaia di linee di codice esclusi i commenti, ossia migliaia di linee di codice che contengono istruzioni effettivamente eseguite da parte del computer, escluse le linee inserite come commenti per rendere comprensibile il codice a chi lo dovesse leggere.

¹⁰⁸ <https://www.openhub.net>

¹⁰⁹ Git è un sistema distribuito di controllo delle versioni utilizzato nello sviluppo dei *software*, creato nel 2005 da LINUS TORVALDS, ideatore e autore di Linux. La funzione è quella di facilitare il coordinamento tra diversi sviluppa-

al momento della stesura di queste pagine, non richiede neppure la registrazione per consultare i dati; la registrazione è necessaria qualora si voglia configurare l'analisi di un determinato progetto, definendo quali sono gli elementi da includere nell'analisi e quali quelli da escludere.

Per ognuno dei progetti analizzati, *Black Duck Open Hub* fornisce un riassunto delle dimensioni e delle caratteristiche del progetto con indicazione:

- degli aggiornamenti effettuati (*commits*), dei relativi autori e della distribuzione temporale negli anni;
- del linguaggio di programmazione in cui è scritto;
- dell'attività di sviluppo nell'ultimo anno rispetto al passato;
- dell'arco temporale in cui è avvenuto lo sviluppo;
- del numero di anni/uomo stimati secondo il modello COCOMO.

Come dettaglio di quest'ultimo elemento, è possibile inserire una valorizzazione per il costo di un anno / uomo al fine di ottenere la valutazione complessiva del *software*, con possibilità anche di separare il valore del codice logico^[110] dal *markup*^[111].

Una distorsione sistematica che si riscontra nelle valutazioni eseguite tramite *Black Duck Open Hub* risiede nel fatto che questo metodo tende a determinare valori apparentemente troppo elevati. Ciò deriva dal fatto che *Black Duck Open Hub* valuta il *software* considerando tutto ciò che è presente in un progetto, incluse le librerie esterne, e non è in grado di escludere i file che non contengono del codice. Da un lato l'inclusione di tutto il codice collegato ad un determinato progetto rappresenta un vantaggio in quanto permette di valutare come un tutt'uno un *software* che viene sviluppato su differenti piattaforme; dall'altro è necessario restringere l'ambito di analisi dell'algoritmo automatizzato al solo codice che è oggetto di valutazione evitando di includere elementi estranei al campo della stima.

Occorre inoltre tenere ben presente che modello COCOMO è stato sviluppato prendendo come modelli di riferimento progetti industriali di grandi dimensioni, quindi forn-

tori che lavorano contemporaneamente allo stesso programma garantendo integrità dei dati e supporto per flussi di lavoro non lineari. Fra le principali piattaforme che offrono sistemi di archiviazione basati su Git vi sono GitHub, SourceForge e Bitbucket.

¹¹⁰ Insieme delle istruzioni che dicono al computer "cosa fare".

¹¹¹ Codice che si occupa di rappresentare i dati e gestire l'interfaccia utente.

sce risultati più corretti nel caso di grandi progetti in fase di maturità, mentre tende a generare risultati distorti nel caso open source con un grande numero di sviluppatori che vi collaborano e tende a sovrastimare il valore dei progetti che si trovano nelle fasi iniziali di sviluppo e quelli con poca attività^[112].

Qualora il *software* sia sviluppato tramite una delle piattaforme di sviluppo basato su Git, una valutazione sintetica del costo di produzione tramite l'applicazione automatica del modello COCOMO da parte di Black Duck Open Hub rappresenta pertanto un valido punto di partenza nella stima del valore, in quanto fornisce, in tempi rapidissimi e senza alcuno sforzo, una prima valutazione di massima.

A.5.2. I metodi reddituali

È evidente che, in base a quanto previsto dal principio contabile OIC 9, i metodi patrimoniali non sono sufficienti da soli a indicare il valore del *software* ai fini della perizia di stima poiché, a fronte di un costo sostenuto per la creazione o l'acquisizione del *software*, non è detto esso generi flussi di reddito futuri adeguati durante la sua vita utile. In altre parole siccome, il valore d'uso^[113] del *software* potrebbe evidenziare una perdita durevole di valore rispetto al valore del *software* determinato in base al costo acquisto o di produzione, la perizia di stima deve tenere conto di questo aspetto ai fini della determinazione di valore per il conferimento o per l'iscrizione in bilancio.

Nella determinazione dei flussi futuri^[114] che saranno oggetto di attualizzazione è fondamentale depurare tali flussi dai costi da sostenere negli anni a venire per la manutenzione e l'adeguamento del *software* e per prevenirne l'obsolescenza. Essendo un settore con un'evoluzione tecnologica ancora relativamente rapida, il *software* deve venire continuamente aggiornato, ad esempio, per:

- mantenere la posizione competitiva rispetto alla concorrenza con introduzione

¹¹² V. contenuto delle note "About Cost Estimates" riportate nelle valuazioni automatiche di Black Duck Open Hub.

¹¹³ Cfr. OIC 9 § 22-26. A parere di chi scrive, per la valutazione del *software* non è applicabile il concetto di fair value (OIC 9 § 21) potendo difficilmente ipotizzarsi il verificarsi di "operazioni di mercato alla data di valutazione" o "libere transazioni tra parti consapevoli e disponibili", non esistendo un mercato del *software*, per cui il valore recuperabile viene a coincidere con il valore d'uso.

¹¹⁴ Flussi di attualizzazione possono essere flussi reddituali o flussi di cassa: se i nuovi investimenti sono pari alle quote di ammortamento e non c'è variazione del circolante, i flussi reddituali e i flussi finanziari tendono a identificarsi. Nel caso della valutazione di un *software* quindi i due flussi tendono a eguagliarsi, in quanto gli investimenti di adeguamento tendono ad essere pari alle quote di ammortamento per tener conto del deprezzamento del bene.

- continua di nuove funzionalità^[115];
- adattarsi all'evoluzione tecnologica dell'hardware e dei sistemi operativi^[116];
 - adeguarsi ai nuovi modi di utilizzo^[117] dei servizi da parte degli utenti.

La stima dei flussi reddituali futuri trova applicazione secondo criteri diversi, che conducono rispettivamente alla previsione dei:

1. flussi di reddito futuri derivanti dallo sfruttamento del *software*;
2. maggiori ricavi rispetto ad una situazione in cui l'impresa disponesse di un *software* "normale";
3. *royalties* presunte che l'impresa dovrebbe pagare se il *software* non fosse di proprietà;
4. perdite derivanti dal venir meno della disponibilità del *software*.

Metodo dei flussi di reddito derivanti dallo sfruttamento del *software*

Questo metodo si collega ai modelli di *business* per lo sfruttamento del *software* precedentemente descritti trattandosi di casi in cui il flusso di reddito deriva direttamente dallo sfruttamento del *software* stesso. Nell'applicazione di questo metodo di valutazione occorre prestare particolare attenzione a:

- individuare i costi futuri che dovranno essere sostenuti per preservare nel tempo il valore del *software*;
- distinguere il flusso di reddito che deriva dal *software* "in se" da quello che deriva da altre attività connesse.

Sotto il primo aspetto si rinvia a quanto già visto nell'introduzione generale ai metodi reddituali; sotto il secondo aspetto occorre individuare i ricavi che derivano da tutti i servizi connessi che vengono venduti congiuntamente^[118] e che normalmente com-

¹¹⁵ Whatsapp, nato come servizio di messaggistica ha, nel tempo, integrato la funzione di invio di immagini, filmati e messaggi vocali, la telefonia IP e le videochiamate

¹¹⁶ La recente decisione di Apple di cessare il supporto alle applicazioni 32 bit in MacOS Catalina sta obbligando a riscrivere a 64 bit tutte le applicazioni che ancora non erano scritte in tale forma.

¹¹⁷ Telegram, consentendo l'accesso sincronizzato al servizio di messaggistica, permette ad esempio di proseguire su smartphone una chat iniziata su computer.

¹¹⁸ Esempi di questo sono i servizi di assistenza premium e i servizi di hosting ed archiviazione cloud offerti in aggiunta ai contratti di licenza.

portano costi futuri per la loro erogazione.

Per il resto non vi sono particolari differenze nell'applicazione di questo metodo alla valutazione del *software* rispetto alla valutazione di altri beni, sia immateriali che materiali. Anche il problema dell'arco temporale rispetto al quale eseguire l'attualizzazione dei flussi di reddito, negli anni recenti ha perso di criticità, non essendovi al momento innovazioni concettuali^[119] tali da rendere rapidamente obsoleto il *software* esistente. Orizzonti temporali dell'ordine di cinque o dieci anni sono perfettamente coerenti con i tempi di obsolescenza di un *software* che entra in funzione oggi; per contro il valutatore dovrà osservare particolari cautele nella valutazione di *software* esistenti al fine di determinare correttamente nell'arco di quanti anni tali *software* diverranno obsoleti.

Metodo dei ricavi differenziali

Questo metodo di valutazione appare indicato per i casi in cui la valutazione deve confrontare la sostituzione di un *software* esistente con un *software* proprietario, anche se presenta forti difficoltà di applicazione pratica in una perizia di stima.

Quando si esegue la valutazione di un *software* per la produzione o per l'erogazione di un servizio, ai fini dell'applicazione di questo metodo, è fondamentale che il valutatore possa essere in grado di constatare che la maggior efficienza del processo produttivo o di erogazione del servizio dipende oggettivamente dall'impiego di quel determinato *software* e che un *software* differente non garantirebbe lo stesso livello di efficienza. In mancanza di connessione oggettiva tra l'impiego di quello specifico *software* e la maggior efficienza aziendale, è inutile ogni ulteriore analisi in quanto manca l'evidenza che la creazione di valore deriva dall'impiego di quel *software*.

Ulteriore difficoltà pratica per il valutatore è la quantificazione del differenziale di efficienza da attualizzare poiché spesso non vi è una situazione con la quale effettuare un confronto.

Vi sono, al contrario, alcuni casi specifici in cui tale metodo di valutazione risulta oggettivo e di facile applicazione ed è il metodo concettualmente più corretto per valu-

¹¹⁹ Le ultime due importanti innovazioni sono state le piattaforme hardware mobili, che hanno obbligato i fornitori di servizi a sviluppare *software* per sistemi operativi diversi da quelli tradizionali, e le *Single Page Application* grazie alle quali si accede ad un *software*/servizio tramite un normale browser (i programmi di *remote banking* sono scomparsi quasi vent'anni fa e oggi non è una cosa inconsueta un *software* gestionale che si utilizza nello stesso modo in cui si naviga su internet).

tare un *software*: questi è il caso di creazione di un *software* proprietario per sostituire un *software* precedente o la reingegnerizzazione di un processo attorno ad un *software* appositamente creato. In questi casi, disponendo dei dati storici aziendali ed essendovi stato come unico mutamento sostanziale l'adozione del nuovo *software*, è molto facile la misurazione del differenziale di efficienza^[120] da aggiornare.

L'applicazione di questo metodo al *software embedded* impone cautele ancora maggiori in quanto il *software* non viene percepito come tale da parte di chi usa l'oggetto ma contribuisce al miglior funzionamento generale dell'oggetto stesso. Nel processo di valutazione bisognerebbe quindi giungere ad una separazione del contributo del *software* da quelli di "reputazione" e "immagine"^[121] che permettono la vendita dell'oggetto ad un prezzo superiore rispetto a quello di mercato, processo non sempre realizzabile in modo oggettivo.

Metodo delle *royalties* passive presunte

Questo metodo può essere facilmente applicato in tutti i casi in cui è possibile il confronto tra il *software* oggetto di valutazione e *software* analoghi acquistabili sul mercato: il valore del *software* del *software* sviluppato in azienda non può essere superiore al costo aggiornato di un *software* commerciale, aumentato di tutti i costi di personalizzazione. Ciò ovviamente prescinde da considerazioni su come il *software* realizzato all'interno sia maggiormente adeguato alla specifica realtà aziendale rispetto ad un *software* commerciale adattato. Ulteriore elemento da tenere in considerazione nel confronto con il *software* commerciale deriva dal fatto che il *software* commerciale, avendo un parco installato più ampio rispetto a quello sviluppato all'interno, risulta maggiormente testato e verosimilmente con minori difetti, e la sua manutenzione ed assistenza prescindono dalle risorse della struttura interna aziendale^[122].

¹²⁰ Ad esempio, riduzione del personale, riduzione dei consumi energetici, riduzione dei tempi di attrezzaggio delle linee.

¹²¹ Nella seconda metà degli Anni 90, prima del rientro di Steve Jobs, il sistema operativo di allora di Apple (System 7) non era particolarmente stabile ma godeva ancora dell'ottima reputazione per l'interfaccia grafica del Macintosh, introdotta oltre dieci anni prima. Sarebbe un errore di stima attribuire a System 7 meriti di System 1 quando i due *software* non hanno in comune nulla a livello di codice.

¹²² Quest'ultimo aspetto vale sia in positivo che in negativo: se si dimette il responsabile IT, l'azienda può avere difficoltà nella manutenzione e sviluppo del *software*, ma un reparto IT interno capace è normalmente più efficiente e rapido nella risoluzione dei problemi e negli aggiornamenti rispetto ad una *software house* esterna.

Metodo delle perdite presunte

Questo metodo ricalca sostanzialmente quello dei ricavi differenziali partendo però dal concetto giuridico del “lucro cessante”. Valgono per esso le medesime considerazioni espresse prima potendo tradurre il tutto da maggiori ricavi/minori costi a seguito dell'utilizzo del *software* in minori ricavi/maggiori costi a seguito della perdita della disponibilità del *software*. Siccome questo tipo di approccio appare più indicato per una perizia volta a quantificare un danno piuttosto che volta a determinare il valore di iscrizione a bilancio, si ritiene non pertinente approfondire ulteriormente il metodo.

A.6. UN CASO APPLICATIVO

A completamento delle considerazioni svolte, si illustra il contenuto di una perizia di stima del valore di un *software* nel caso di un'operazione di conferimento, volta a rilevare il valore del *software* da iscrivere nello stato patrimoniale, sulla base del valore corrente.

La stima parte dall'individuazione del perimetro del *software*, escludendo tutto ciò che, pur essendovi incorporato, è un elemento esterno (es. librerie). La perizia deve poi evidenziare chiaramente il tipo di licenza utilizzato per lo sfruttamento del *software* e il modello di *business* tramite il quale l'azienda genera valore tramite il *software*.

Successivamente la valutazione del *software* prevede l'applicazione del criterio patrimoniale, sulla base dei costi sostenuti, partendo dall'analisi del costo di creazione, qualora ricostruibile dalla documentazione della società, o sulla base del costo di ricostruzione, come definito dalle metodologie definiti dalla dottrina e prassi, come illustrato nelle pagine precedenti.

Il valore patrimoniale così ottenuto deve essere confrontato con il valore determinato con il metodo reddituale che, sulla base del flusso di reddito adeguatamente stimato, sulla base della previsione dei ricavi e dei costi relativi all'utilizzo del *software*.

Sintesi della relazione di stima di una *softwerhouse*

Oggetto: stima del valore del capitale sociale della SoftAlfa sas fini della trasformazione in Srl.

La relazione di stima, prescritta dall'art. 2500-ter c.c., viene basata sulla documenta-

zione predisposta e fornita dai soci della società di persone, integrata dall'analisi dei budget economici prospettici redatti sulla base delle previsioni di sfruttamento del *software* iscritto nell'attivo patrimoniale della società oggetto di trasformazione.

Analisi del prodotto/servizio *software*

La società si focalizza su due aree principali di attività: la creazione di uno strumento per facilitare la realizzazione di interfacce utente, e l'offerta di un proprio programma di contabilità, utilizzando esclusivamente componenti open source gratuiti. Tale scelta consente di disporre di un *software* gestionale, denominato *Alfacoge*, dall'approccio particolarmente innovativo, in quanto consente all'operatore di scegliere i modelli delle scritture da una "tavolozza" e completarli con gli importi, invece di passare obbligatoriamente dalla prima nota in partita doppia, scelta che crea una forte fidelizzazione dei clienti, disposti a pagare costi di licenza anche superiori a quelli dei concorrenti grazie alla facilità d'uso del programma. Scelta della società è inoltre l'attenzione all'inserimento delle personalizzazioni richieste dai clienti nei pacchetti *standard*, ampliando di conseguenza le prestazioni delle versioni base dei *software*.

Analisi e verifica della situazione patrimoniale alla data del conferimento

Come previsto dalla prassi di tribunali, la relazione di stima parte da una situazione patrimoniale della società aggiornata, fornita dalla società che il perito verifica e integra con le proprie analisi e valutazioni.

In *Tavola 1* viene riportata la situazione patrimoniale società Softalfa di riferimento.

Tavola 1- Situazione patrimoniale società Softalfa di riferimento

B.I	- Totale immobilizzazioni immateriali	100.000
B.II	- Totale immobilizzazioni materiali	604
B	- Totale immobilizzazioni	100.604
C.II	- Crediti (esigibili entro l'esercizio successivo)	68.737
C.II	- Crediti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	2.851
C.II	- Totale crediti	71.588
C.IV	- Totale disponibilità liquide	27.606
C	- Totale attivo circolante	99.194

	Totale attivo	199.798
A.I	- Capitale sociale	12.000
A.II	- Riserva legale	2.000
A.V	- Riserve statutarie	98 474
A.IX	- Utile (perdita) di periodo	17.605
A	- Totale patrimonio netto	130.079
C	- Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	55.069
D	- Debiti esigibili entro l'esercizio successivo	14.650
D	- Totale debiti	14.650
	TOTALE PASSIVO	199.798

Sulla base della situazione patrimoniale, compito del perito è la verifica della sussistenza, della corretta presentazione e del valore evidenziato.

Tale processo richiede la verifica a campione dell'esistenza fisica e la discussione con gli amministratori dei criteri utilizzati per la valorizzazione.

L'analisi delle poste della situazione patrimoniale non presenta, dopo i riscontri, elementi di criticità, mentre l'analisi economico finanziaria evidenzia una azienda solida e solvibile, con un capitale circolante netto positivo, un indebitamento estremamente contenuto. Dall'esame non sono emersi rischi di passività od oneri potenziali, mentre si conferma come il vero valore della società dipenda dal valore attribuito alle attività immateriali e in particolare al *software* proprietario. Quindi si pone il problema di dare un corretto valore al *software* proprietario, che rappresenta il fattore competitivo dell'azienda.

Descrizione dei beni immateriali

I beni immateriali iscritti all'attivo patrimoniale sono costituiti dai programmi informatici, sviluppati nel tempo dalla società, denominati *Toolkit* ([https://www.\[...\].org](https://www.[...].org)) ed *Alfacoge* ([https://www.\[...\].it](https://www.[...].it)).

Toolkit consente lo sviluppo rapido di applicativi che, presentandosi come pagine web, sono fruibili da qualsiasi dispositivo (*desktop, tablet, smartphone*) tramite un normale browser, senza alcun bisogno di installazione o aggiornamento di *software* specifico sul dispositivo tramite il quale il programma viene utilizzato. Dal punto di vista dell'utilizzatore, l'esperienza d'uso dell'applicativo risulta indistinguibile da un normale programma; dal punto di vista dello sviluppatore è possibile creare velocemente interfac-

ce utente senza dover scrivere direttamente il codice HTML, CSS e Javascript ed utilizzare sistemi di database relazionali senza dover scrivere direttamente il codice SQL. *Alfacoge* è un sistema *Enterprise Resource Planning* (ERP), ossia un software di gestione che integra tutti i processi aziendali (vendite, acquisti, gestione magazzino, contabilità, reporting e controllo di gestione, finanza e tesoreria) basato sulla tecnologia *Toolkit*. Entrambi i programmi sono del tipo “open source” ossia il codice sorgente è messo a disposizione del pubblico, che può quindi studiarlo e modificarlo per le proprie esigenze; la licenza di *Alfacoge* è di tipo commerciale, mentre per *Toolkit* è di tipo LGPL, ossia gratuita entro limiti di utilizzo determinati. Per questo programma il modello di business adottato per lo sfruttamento economico di tale software è il servizio di supporto a pagamento: i software permettono pertanto alla società di conseguire ricavi derivanti dall’assistenza, dalla consulenza, dalla manutenzione e dalla personalizzazione dei software in base alle esigenze degli utilizzatori.

Ai fini della redazione del bilancio d’esercizio l’iscrizione del valore del software deve rispondere ai criteri previsti dal codice civile e dai principi contabili che da esso derivano. Le valutazioni rispondono in primis a criteri di prudenza, e competenza economica, con l’obiettivo di tutela dei terzi.

Il principio di riferimento è l’OIC 24 “Immobilizzazioni immateriali” che ne prevede i criteri di iscrizione e di rappresentazione in bilancio. Con riferimento ai “costi di software” il principio sottolinea al comma A.19 come inizialmente i costi sostenuti per la produzione interna del software applicativo “non tutelato”:

- a. “possono essere imputati al conto economico nel periodo di sostenimento;
- b. possono essere rilevati inizialmente tra le “altre” immobilizzazioni immateriali se hanno dato luogo a programmi utilizzabili per un certo numero di anni all’interno della società che presentano le caratteristiche precisate successivamente.”

Il paragrafo A.20 prevede inoltre come “La capitalizzazione dei costi inizia solamente dopo che la società sia ragionevolmente certa del completamento e dell’idoneità all’uso atteso del nuovo software. Tale momento potrà variare a seconda della natura del progetto. Se, ad esempio, il progetto ha un obiettivo specifico e si basa su di una tecnologia provata (ad esempio, un sistema di contabilità fornitori), la capitalizzazione può iniziare prima, ma comunque non prima che la fase di fattibilità sia completata (cioè quando inizia la fase di

progettazione del sistema o il contratto con i terzi è firmato).

Al contrario, se il progetto di software inerisce una tecnologia non sperimentata in precedenza ed ha un obiettivo ambizioso, la capitalizzazione è differita fintanto che la società ha concluso che il progetto è in grado di soddisfare le esigenze (generalmente non prima che la fase di progettazione sia completata).”

Il perito pertanto si pone il problema di valutare se l'importo iscritto in bilanci rappresenti il valore effettivo del bene immateriale, sulla base del suo effettivo contributo alla performance aziendale. Il problema si pone in quanto l'operazione di conferimento con la costituzione di una nuova società deve tutelare sia l'interesse dei nuovi soci, ma senza danneggiare i vecchi soci, che hanno scelto criteri prudenziali di redazione del bilancio, spendendo al conto economico i costi per la costruzione interna dei programmi, fin quando non è stata ultimata la fase di progettazione e la verifica della validità del programma stesso.

Pertanto in sede di perizia, che ha lo scopo di determinare il valore del patrimonio netto della società, si pone il problema di una valutazione del valore corrente del *software*, quale attività intangibile fondamentale per l'attività della società in esame, superando i criteri di valutazione previsti per la redazione del bilancio d'esercizio, e facendo invece riferimento ai criteri di valutazione individuati dalla dottrina economico aziendale per la stima del valore del capitale economico della società.

Nei processi di valutazione del *software* i metodi di valutazione sono distinti nelle due macro categorie dei metodi patrimoniali, in questo caso basati sul costo di acquisizione o di produzione interna del *software*, e dei metodi reddituali, basati sui contributi diretti o indiretti che il *software* dà al valore della produzione dell'impresa.

Pertanto i criteri eleggibili sono:

► metodo patrimoniale:

1. criterio dei costi sostenuti per la realizzazione del *software* o da sostenere per la sua riproduzione;

► metodi reddituali:

2. criterio dell'attualizzazione dei redditi o dei flussi di cassa derivanti dallo sfruttamento del *software*;
3. criterio della attualizzazione delle royalties presunte che la società dovrebbe pagare se il *software* non fosse di proprietà;

4. criterio dell'attualizzazione delle perdite derivanti dal venir meno della disponibilità del *software*;
5. attualizzazione dei redditi o dei flussi di cassa incrementali rispetto ad una situazione in cui la società disponesse di un *software* "normale".

Nel caso di specie il perito esclude l'applicabilità del criterio n. 5. Il modello di *business* della società non prevede infatti lo sfruttamento del *software* per un proprio processo produttivo, bensì la consulenza, l'assistenza e la personalizzazione di *software*, e non la sola attività di consulenza su generici *software* disponibili sul mercato.

Il criterio n. 1 appare condivisibile in base al principio generale che il valore di un bene è il costo da sostenere per la sua acquisizione o per la sua produzione in economia; tale criterio deve essere però usato con prudenza e in associazione ad altri criteri, soprattutto nel caso di valutazione di un *software* particolarmente innovativo come quello in oggetto. L'applicazione pratica del concetto di *Single Page Application* (programmi che si presentano sotto l'aspetto di una singola pagina web) compare per la prima volta nel brevetto S8136109B1 "*Delivery of data and formatting information to allow client-side manipulation*" rilasciato nel 2002 mentre lo sviluppo del codice di *Toolkit* inizia nel 2006. La stima del valore del bene sulla base dei costi sostenuti deve tuttavia non considerare alcuni costi sostenuti nella fase di sviluppo pionieristico di un'idea innovativa, che di fatto ha comportato un impegno superiore a quello che vi è stato da parte di chi ha realizzato *software* analoghi in anni successivi, non essendovi ancora al tempo modelli di riferimento, per evitare una sovrastima del capitale della società.

Pur nella difficoltà di riuscire a ricostruire posteriori in modo oggettivo le ore/uomo impiegate nello sviluppo del codice, evitando le ore/uomo utilizzate per riscrivere parti del programma non funzionanti, tuttavia il costo di sviluppo di un *software* può essere stimato in via sintetica utilizzando un modello specifico, il modello COCOMO (Constructive Cost Model), che quantifica l'impegno profuso dagli autori sulla base del numero di linee di codice presenti nel *software*, commenti esclusi (KNCSS - migliaia di *Non Commenting Source Statements*).

I criteri utilizzati nella logica dei metodi reddituali, nn. 2, 3 e 4 sono quindi analoghi dal punto di vista concettuale, poiché prendono a riferimento l'attualizzazione, in po-

sitivo (n. 2, ricavi) o in negativo (n. 3, costi e n. 4, ricavi cessanti) del risultato economico derivante dallo sfruttamento dei *software* posseduti.

Nel caso specifico il criterio n. 3 non appare pienamente sfruttabile in quanto non si realizza una forma di conflitto di interessi tra il potenziale concedente e il concessionario, poiché i *software* sono stati sviluppati dai soci della società.

Tra i criteri n. 2 e n. 4, il primo appare di più facile ed oggettiva applicazione al caso di specie dal momento che la società già sfrutta commercialmente i programmi *Alfacoge* e *Toolkit* tramite contratti di assistenza e manutenzione.

La scelta per la valutazione procede quindi alla valutazione sulla base:

- a. del costo di ricostruzione, ovvero del costo di sviluppo sostenuto, effettuata in base al numero di linee di codice presenti nei due *software*;
- b. procedendo all'attualizzazione dei flussi di reddito attesi derivanti dallo sfruttamento dei due *software*.
- c. confronto dei risultati ottenuti e scelta finale.

Applicazione dei criteri al caso di specie

Il metodo COCOMO per la stima del valore del software

Per l'applicazione di questa metodologia alla valutazione del *software* posseduto viene utilizzata la piattaforma *OpenHub* (<https://www.openhub.net/>) che permette di effettuare la valutazione di *software* presente sulla piattaforma GitHub, piattaforma sulla quale sono ospitate le versioni di sviluppo dei *software* in questione. Il calcolo effettuato con il modello Basic COCOMO e quantificando, in via estremamente prudentiale in 30.000 euro il costo persona annuo medio di uno sviluppatore (il costo di un dipendente inquadrato al 4° livello del CCNL terziario ammonta a 31.000 euro), riporta un valore prossimo agli 1,2 milioni di euro (https://www.openhub.net/p/Toolkit/estimated_cost)^[123], di cui 1 milione attribuito al codice logico ed il resto al markup e agli *script* di compilazione.

¹²³ L'URL della pagina di stima contiene il vero nome del *software* invece del fittizio "Toolkit" qui usato. Es. https://www.openhub.net/p/Firefox/estimated_cost

Considerando che il modello COCOMO, secondo le analisi condotte a posteriori sui risultati ottenuti, risulta più accurato con grandi progetti in fase di maturità, mentre tende a sopravvalutare i progetti nelle loro fasi iniziali, in base a quanto esposto nel paragrafo relativo ai criteri di valutazione, possiamo ritenere tale stima un valore massimo, ma necessario di ulteriori approfondimenti in relazione alla capacità dei *software* di produrre reddito.

Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di reddito attesi

Il valore di un bene non dipende solo dal costo sostenuto, ma dal valore che esso è in grado di generare: pertanto il criterio del costo deve essere verificato attraverso metodi reddituali/finanziari.

Nel caso di specie il perito parte dalla stima dei flussi reddituali generati dallo sfruttamento del *software* proprietario sulla base dei contratti con la clientela nel portafoglio della società, informazione elaborata riprendendo per ciascun cliente il canone annuo previsto, il numero e l'importo delle mensilità previste dal contratto, pervenendo a una tabella di sintesi (*Tavola 2*).

Tavola 2 - Riepilogo proventi dai contratti con la clientela

Cliente	N. canoni annui	Canone periodico	Fatturato annuo
A	12	275,00	3.300,00
B	4	2.700,00	10.800,00
C	4	3.900,00	15.600,00
.....
TOTALE			323.420,00

Il passo successivo, essendo contratti nella forma SAAS (*Software As A Service*), per stimarne il relativo valore economico si procede all'imputazione dei costi che la società sostiene per erogare il servizio ai propri clienti, costi che possono essere individuati nelle seguenti categorie:

- *cloud e hosting*;
- assistenza;
- aggiornamenti.

La prima voce deriva dal fatto che la società, nella maggior parte dei casi, si fa carico di stipula dei contratti con i fornitori di servizi *cloud* e include il riaddebito di tale costo nel canone mensile fatturato al cliente. La quantificazione di tale voce viene effettuata direttamente in base ai costi sostenuti, come desunti dalla documentazione contabile. Gli oneri per l'assistenza, cioè per il supporto al cliente e gli aggiornamenti, ossia adeguamento dei programmi alle nuove norme (es. per il *software* gestionale) ed per l'implementazione di nuove funzionalità sono quantificabili prendendo come riferimento il tempo impiegato dagli sviluppatori per tali attività. Tali attività sono ricomprese nel canone mensile. In base alla valorizzazione dei *timesheet* degli sviluppatori è possibile considerare come costo dell'assistenza il 40% del valore del canone mensile e come costo degli aggiornamenti il 10% del canone mensile. Il valore economico annuo delle licenze può quindi essere sintetizzato nella seguente formula:

$$VI = R - C\&H - Cass - Cagg$$

dove:

VI è il valore annuo delle licenze, **R** è il ricavo per canoni, **C&H** sono i costi per *cloud* e *hosting*, **Cass** è il costo del personale dedicato all'assistenza e **Cagg** è il costo del personale dedicato agli aggiornamenti.

Il calcolo viene effettuato singolarmente per ciascun contratto, sulla base delle specifiche caratteristiche, essendo presenti contratti che non prevedono costi per *cloud* e *hosting*, essendo i *software* installati direttamente su infrastruttura dell'utilizzatore oppure clienti che non richiedono il servizio di assistenza, provvedendovi in proprio. La stima dei costi per ogni contratto viene sintetizzata come di seguito.

Per i contratti sopra elencati i costi da sottrarre e, di conseguenza, stimare il valore delle licenze, risultano quelli riportati nella *Tavola 3*.

Tavola 3 - Riepilogo oneri associati ai singoli contratti

Cliente	Assistenza	Aggiornamenti	Licenze
A	330,00	1.320,00	1.320,00
B	1.080,00	4.320,00	1.080,00
C	1.560,00	6.240,00	1.560,00
.....
TOTALE			147.788,00

Sulla base delle analisi condotte sul valore attribuibile alle licenze, riferite specificamente ai *software* denominati *Toolkit* ed *Alfacoge*, per la valutazione finale diventa necessario procedere all'esame dei singoli contratti per verificare la presenza di eventuali licenze attribuibili ad altri *software* e la percentuale di servizi riferibili a ciascuno dei due *software*.

Nella *Tavola 4* sono riassunti i risultati di tale analisi.

Tavola 4 – Riepilogo oneri relativi alle licenze relative ai singoli contratti

Cliente	Licenze	Toolkit %	Toolkit €	Alfacoge %	Alfacoge €	€ Altro
A	1.320,00	50%	660,00	0%	0,00	660,00
B	4.320,00	50%	2.160,00	50%	2.160,00	0,00
C	6.240,00	40%	2.496,00	40%	2.496,00	1.248,00
.....
TOTALI	147.788,00		71.650,00		27.540,00	48.598,00

Sulla base delle analisi condotte vengono definiti i flussi annui di reddito generati attualmente dai *software* oggetto di valutazione, che saranno oggetto di attualizzazioni. Calcolo del coefficiente di attualizzazione

Sia nel caso della rendita perpetua

$$V = R/i$$

che nel caso della rendita limitata nel tempo

$$V = \frac{R}{1+i} + \frac{R}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R}{(1+i)^n}$$

una volta individuato il flusso annuo di reddito R diviene fondamentale determinare il tasso di attualizzazione i .

Per la stima del tasso di attualizzazione si fa riferimento al modello del Capital Asset Pricing Model, assumendo come tasso delle attività prive di rischio un tasso normalizzato, come da studi recenti, pari a 2%, mentre per il coefficiente di rischio può essere scomposto in due componenti connesse con:

- il settore di attività (*beta*);
- l'area geografica in cui l'azienda opera (*Country risk premium*).

Questi ultimi due elementi sono disponibili gratuitamente e costantemente aggiornati nella sezione Data del sito curato da *Aswath Damodaran*^[124]

Per la scelta del coefficiente *beta* si ritiene di far riferimento a quello di 1,10% relativo al settore “*Software (System & Application)*”, mentre per il premio per il rischio si fa riferimento al valore relativo all’Italia, stimato nel 9,02%.

Applicando i casi della rendita perpetua e della rendita limitata su 10 e su 5 anni si giunge ai risultati riportati nella *Tavola 5*.

Tavola 5 - Applicazione metodo reddituale

STIMA SULLA BASE DELLA RENDITA PERPETUA	
Toolkit:	euro 708.003,95
Alfacoge:	euro 272.134,39
Totale	euro 980.138,34

SE SI LIMITA LA STIMA SU UN ORIZZONTE DI 10 ANNI:	
Toolkit:	euro 482.323,18
Alfacoge	euro 185.389,82
Totale	euro 667.713,00

MENTRE LA STIMA SU UN ORIZZONTE DI 5 ANNI:	
Toolkit:	euro 298.182,13
Alfacoge	euro 114.611,81
Totale	euro 412.793,94

La stima reddituale comporta valutazioni inferiori al valore stimato utilizzando il criterio COCOMO.

A.7. VALUTAZIONE DEL CAPITALE DELLA SOCIETÀ RISULTANTE DALLA TRASFORMAZIONE

Poiché il valore di un bene dipende dai flussi di ricchezza da esso ottenibile, si ritiene di dare affidamento ai risultati della stima reddituale. Considerando come un’ipotesi pessimistica quella che le licenze siano sfruttabili da parte della società trasformata

¹²⁴ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

senza bisogno di alcun investimento per 5 anni, mentre appare ottimistica quella dei 10 anni, stante la naturale obsolescenza del *software*, il perito ritiene opportuno tener conto che di fatto il *software*, con opportuni interventi di manutenzione, possa aver una durata possibile di 10 anni. Pertanto si ritiene che un valore adeguato del *software* sia pari a euro 500.000 euro, sulla base di una media ponderata dei due valori.

Sulla base di tale stima si procede alla redazione della situazione patrimoniale finale, come illustrato nella *Tavola 6*.

Le stime effettuate conducono a stimare il valore del patrimonio netto in 530.079 euro, suggerendo di attribuire il valore di 112.000 euro al capitale sociale, e di attribuire il resto a riserva.

Tavola 6 - Situazione patrimoniale di trasformazione al 31 ottobre 2019

B.I	- Totale immobilizzazioni immateriali	500.000
B.II	- Totale immobilizzazioni materiali	604
B	- Totale immobilizzazioni	500.604
C.II	- Crediti (esigibili entro l'esercizio successivo)	68.737
C.II	- Crediti (esigibili oltre l'esercizio successivo)	2.851
C.II	- Totale crediti	71.588
C.IV	- Totale disponibilità liquide	27.606
C	- Totale attivo circolante	99.194
TOTALE ATTIVO		599.798
A.I	- Capitale sociale	112.000
A.II	- Patrimonio netto, riserva da conferimento	400.000
A.V	- Riserve statutarie	474
A.IX	- Utile (perdita) di periodo	17.605
A	- Totale patrimonio netto	530.079
C	- Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato	55.069
D	- Debiti esigibili entro l'esercizio successivo	14.650
D	- Totale debiti	14.650
TOTALE PASSIVO		599.798

L'esempio illustra l'applicazione a un caso di specie l'applicazione del metodo patrimoniale e del metodo reddituale, adattato alla specificità del *software*.

COMMISSIONE FINANZA E CONTROLLO DI GESTIONE:**Delegato del Consiglio:** Antonio Canu**Presidente della Commissione:** Alessandro Mattavelli**Vice Presidente della Commissione:** Luigi Cesare Spezia**Segretario della Commissione:** Vanina Stagno

Componenti: Airaghi Paolo; Alfieri Michele; Aliprandi Piero; Altieri Giuliano Vincenzo; Ansaldo Maurizio; Antelmi Giovanni; Arlotta Carlo; Balestrucci Claudio; Ballabio Alberto; Barzaghi Claudia; Beltrami Anna Adriana; Benin Giorgio; Bertoletti Franco; Bertolini Federico; Bertolli Davide; Bestiani Alessandra; Bonelli Fabrizio; Bonghi Ruggero; Bongiorno Ferruccio; Bonini Stefano; Borroni Alberto; Bottani Pietro; Bottazzo Edgar Paolo; Bottero Simone; Bresciani Kristian; Brienza Marco; Brogna Federico; Brullo Massimiliano; Brunetti Paolo; Buzzelli Mario Tommaso; Cafarelli Alessandro; Calabrese Simona; Callori Carlo; Capone Benazzi Cesarefabio; Cappelletti Marco; Caputi Marco; Carbone Salvatore; Carthy Sergio; Cassioli Giuliana; Cavalluzzo Nicolino; Cazzaniga Marco Angelo; Cerenzia Caterina; Cevasco Luisa; Chimienti Tony; Chirchiglia Simone; Cocco Vincenzo; Coda Riccardo; Coda Negozio Elisabetta; Colleoni Paolo Emilio; Colombo Michele; Conte Antonio; Copaloni Fabrizio; Corazza Giannunzio; Cracchiolo Alfonso; Croce Giacomo; Dal Negro Gabriele; D'Amico Giulio; D'Angelo Simone; Dattoli Vincenzo; De Icco Deborah; De Lillo Luigi; De Luca Francesco Aldo; De Maio Claudio; De Marinis Fabio Pasquale Stefano; De Risi Vincenzo; Dell'Elmo Francesco; Dell'Oca Renato; Desiderio Jacopo; Di Cerbo Alfredo; Di Donato Serenella; Di Falco Antonio; Di Gennaro Dario; Erminerio Cristina; Fanci Pierluigi; Fantoni Marco; Farinella Paolo; Fatone Patrizia; Fiocca Mario; Fiordelisi Gabriella; Fiori Angelo; Formenti Franco Carlo; Fortarezza Antonio; Fortunato Vittorio Massimo; Foti Giuseppe; Francesconi Gianluca; Franchi Marco; Fulginiti Rosanna; Fuxa Diletta; Gabellini Gianluca; Galliani Fabio; Galperti Serena; Garampazzi Massimo; Gaslini Roberto; Gianello Luca Giuseppe; Gibellini Manuela; Giove Giuseppe; Girelli Marco; Gogna Simone Maria; Gozzetti Luca; Guarnieri Monica; Guidali Clara; Gulisano Marco Fabio; Isola Riccardo Emanuele; Lanfranchi Oreste; Leone Michele; Licollari Skevi; Lombardi Maurizio Leonardo; Longoni Sara Maria; Manchisi Giuseppe; Manzoni Carlo Federico; Marongiu Tiziana; Marrocco Barbara; Matranga Girolamo; Mazzarella Salvatore; Micaludi Fabio Massimo; Mirarchi Giovanni; Moliterni Angela; Momentè Francesco; Montanari Valentina; Monterisi Donato; Monti Vilma Bruna; Montrucchio Paola; Mosca Roberto; Murri Sabrina; Nachiro Giuseppe; Nevola Daniele; Nicastro Antonino; Nova Alessandro; Ottobelli Giuseppe; Palaia Umberto; Pallini Gianluca; Palma Alessandro; Palmieri Alberto Antonio; Panato Andrea Arrigo; Pardo Andrea; Particelli Paolo; Pasqui Paolo; Pastore Valeria; Penna Sergio; Pesaro Carlo Alessandro; Petrella Leonardo; Piattella Gianpaolo; Piccinini Matteo; Picker Michele; Pieri Niccolò; Pippo Federico; Pizzocarò Giancarlo; Potito Giovanni; Prevedini Emilio; Radicioni Roberto; Rai Luca; Randazzo Annalisa; Renoldi Gian Natale; Riccardi Vittorio; Riva Angelo; Romito Andrea; Sabella Vittorio; Santoro Antonino; Schipani Christian; Sclavi Riccardo; Setola Deborah; Simone Massimo; Talone Massimo; Tami Alessandra Elisabetta; Tancredi Francesco; Tarantino Luciano; Tedoldi Claudio Franco; Telch Francesco; Todaro Fabio Giovanni; Turano Ennio; Turchi Alessandro; Vaccari Nicolò; Vaghi Elvio; Vallone Tiziana; Vatalaro Andrea; Vecchione Sandro; Venturini Giorgio; Vitiello Antonio; Vitiello Maria; Volante Marco; Werner Luigi Alessandro; Zanella Daniele Alberto; Zanni Cinzia Mara; Zanola Gianluca; Zenatelli Antonio; Zumpano Stefano.

Osservatori esterni: Bonasia Jury; Catarozzo Giuseppe; Chignoli Valerio; Colleoni Enzo; Debernardi Alberto; Fiameni Marco; Iozzia Davide; Lambiase Anna; Ludovico Luca; Malachini Luigi; Mariani Cristina; Maschietto Mario Gabriele Umberto; Moretto Mariangela; Moselli Eleonora; Picinini Alessandro; Radaelli Dario Romano; Rossano Gennaro; Salerno Maria Grazia; Santori Francesco; Soldi Giuliano; Valentini Edì; Venturini Mario; Zapponi Alberto.

DIRETTORE RESPONSABILE: Patrizia Riva**SEGRETERIA:** Elena Cattaneo, Via Pattari 6 • 20122 Milano, tel: 02 77731121 • segreteriapresidenza@odcec.mi.it

ANNO 2007

- 】 nr. 1 - L'amministrazione nelle Srl • SIMONE ALLODI
- 】 nr. 2 - Lo Statuto dei diritti del contribuente • ALESSANDRO TURCHI
- 】 nr. 3 - Finanziamento dei Soci • GIORGIO ZANETTI
- 】 nr. 4 - Le norme del codice di procedura civile applicabili al Processo Tributario • PAOLO BRECCIAROLI
- 】 nr. 5 - Bilancio e misurazione della performance delle organizzazioni non profit: principi e strumenti • MARCO GRUMO
- 】 nr. 6 - La normativa Antiriciclaggio. Profili normativi, obblighi ed adempimenti a carico dei dottori commercialisti • GIAN GAETANO BELLAVIA
- 】 nr. 7 - Limiti dell'informativa societaria e controllo dei bilanci infrannuali • ROBERTA PROVASI, DANIELE BERNARDI, CLAUDIO SOTTORIVA
- 】 nr. 8 - La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • ERNERSTO F. CARELLA
- 】 nr. 9 - L'introduzione dei Principi contabili internazionali e il coordinamento con le norme fiscali • MARIO DIFINO
- 】 nr. 10 - La governance delle società a partecipazione pubblica e il processo di esternalizzazione dei servizi pubblici locali • CIRO DARIES
- 】 nr. 11 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • AMBROGIO PICOLLI
- 】 nr. 12 - Il bilancio sociale nelle piccole e medie imprese • a cura di ADRIANO PROPERSI
- 】 nr. 13 - Le parti e la loro assistenza in giudizio • MARIACARLA GIORGETTI

ANNO 2008

- 】 nr. 14 - Il nuovo ordinamento professionale: guida alla lettura del d.lgs. n.139 del 28 giugno 2005 • a cura della **Commissione Albo, Tutela e Ordinamento oe 2005-2007**
- 】 nr. 15 - Carta Europea dei diritti del contribuente • a cura della **Commissione Normative Comunitarie 2005-2007**
- 】 nr. 16 - Elementi di Procedura civile applicati alle impugnazioni del Processo tributario • MARIACARLA GIORGETTI
- 】 nr. 17 - Il processo di quotazione delle PMI tra

presente e futuro: il ruolo del dottore commercialista in questa fase di cambiamento • CARLO ARLOTTA

- 】 nr. 18 - Controlled Foreign Companies Legislation: analisi comparata negli Stati comunitari • SEBASTIANO GARUFI
- 】 nr. 19 - Il codice di condotta EU: finalità e analisi comparativa a livello europeo • PAOLA SESANA
- 】 nr. 20 - Il dottore commercialista e la pianificazione e il controllo nella PMI • ALDO CAMAGNI, RICCARDO CODA, RICCARDO SCLAVI
- 】 nr. 21 - La nuova relazione di controllo contabile (art.2409-ter del Codice civile) • DANIELE BERNARDI, GASPARE INSAUDO, MARIA LUISA MESIANO

ANNO 2009

- 】 nr. 22 - L'azionariato dei dipendenti come forma di incentivazione: ascesa e declino delle stock option? • Vito Marraffa
- 】 nr. 23 - Norme ed orientamenti rilevanti della Revisione Contabile • MARIA LUISA MESIANO, MARIO TAMBORINI
- 】 nr. 24 - Gli accordi giudiziali nella crisi d'impresa • CESARE ZAFARANA, MARIACARLA GIORGETTI, ALDO STESURI
- 】 nr. 25 - Il bilancio consolidato e le scritture di consolidamento • FRANCESCO GRASSO, PAOLO TERAZZI
- 】 nr. 26 - Conciliazione e mediazione: attualità legislative e profili operativi • ALDO STESURI

ANNO 2010

- 】 nr. 27 - La crisi d'impresa - L'attestazione di ragionevolezza dei piani di ristrutturazione ex art.67, 3° comma, lettera d) L.F. • **Commissione Gestione Crisi d'Impresa e Procedure Concorsuali**
- 】 nr. 28 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) seconda edizione • AMBROGIO PICOLLI
- 】 nr. 29 - L'arbitrato - Analisi e commenti dalla recente prassi • **Commissione Arbitrato** - a cura di ALESSANDRO AUGUSTO
- 】 nr. 30 - Il bilancio di sostenibilità delle multiutilities: esperienze a confronto • **Commissione Bilancio Sociale** - a cura di FRANCESCO RANDAZZO, CRISTIANA SCHENA, GABRIELE BADALOTTI, EROS A. TAVERNAR
- 】 nr. 31 - La riforma della revisione legale in

Italia: una prima analisi del D.Lgs. 39 del 27 gennaio 2010 • **Commissione Controllo Societario** - Gruppo di lavoro: DANIELE BERNARDI, ANTONELLA BISESTILE, ALESSANDRO CARTURANI, ANNAMARIA CASASCO, GASPARE INSAUDO, LUCA MARIANI, GIORGIO MORETTINI, MARCO MORONI, GIANLUCA OFFICIO, MASSIMILIANO PERGAMI, ROBERTA PROVASI, MARCO RESCIGNO, CLAUDIO SOTTORIVA, MARIO TAMBORINI

】 nr. 32 - Obbligo P.E.C. - Opportunità e problematiche per gli studi professionali • **Commissione Informatica e Codice civile**.A.A. - Gruppo di lavoro: FABRIZIO BAUDO, DAVIDE CAMPOLUNGHY, FILIPPO CARAVATI, ALBERTO DE GIORGI, GIANLUCA DE VECCHI, PIETRO LONGHI, DANIELE TUMIETTO

】 nr. 33 - Nuova tariffa professionale - Commento alle modifiche intervenute • MARIO TRACANELLA

ANNO 2011

】 nr. 34 - Perdite di valore e avviamento secondo i principi IFRS • RICCARDO BAUER, CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 35 - Patrimonializzare e sostenere la competitività delle PMI italiane: la quotazione su AIM Italia • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - Gruppo di lavoro: CARLO ARLOTTA, FRANCO BERTOLETTI, ELISABETTA CODA NEGOZIO, CARLO PESARO, GIORGIO VENTURINI

】 nr. 36 - La mediazione civile - Novità normative e contesto operativo • Gruppo di studio **Commissione Mediazione e Conciliazione** - a cura di MARIA RITA ASTORINA e CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 37 - La mediazione civile - Le tecniche di gestione dei conflitti • Gruppo di studio **Commissione Mediazione e Conciliazione** - a cura di MARIA RITA ASTORINA e CLAUDIA MEZZABOTTA

】 nr. 38 - Caratteri e disciplina del concordato fallimentare • CARLO BIANCO, MARIACARLA GIORGETTI, PATRIZIA RIVA, ALDO STESURI, CESARE ZAFARANA

】 nr. 39 - Remunerare gli amministratori - Compensi incentivi e governance • GIANLUIGI BOFFELLI

ANNO 2012

】 nr. 40 - Scritti di Luigi Martino • **Comitato Editoriale** - a cura di GIANBATTISTA STOPPANI e DARIO VELO

】 nr. 41 - Aspetti fiscali delle operazioni straordinarie per i soggetti IAS/IFRS • **Commissione Diritto Tributario Nazionale** - a cura di EMANUELA FUSA

】 nr. 42 - L'accertamento tecnico dell'usura per le

aperture di credito in conto corrente • **Commissione Banche, Intermediari Finanziari e Assicurazioni** - a cura di MARCO CAPRA, ROBERTO CAPRA

】 nr. 43 - Il nuovo concordato preventivo a seguito della riforma • **Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali**

】 nr. 44 - Introduzione all'Istituto del Trust • **Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni**

】 nr. 45 - Ambiti di applicazione del Trust • **Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni**

ANNO 2013

】 nr. 46 - Arbitro Bancario Finanziario • **Commissione Metodi ADR**

】 nr. 47 - Il rischio di continuità aziendale nel bilancio IAS ed in quello OIC • **Commissione Principi Contabili** - a cura di GIROLAMO MATRANGA

】 nr. 48 - La mediazione civile nelle liti fra soci: profili giuridici ed efficacia negoziale • **Commissione Metodi ADR** - a cura di MARIA RITA ASTORINA, MARCELLA CARADONNA

】 nr. 49 La fiscalità della produzione nelle fonti di energie rinnovabili • **Commissione Diritto Tributario Nazionale** - a cura di FEDERICA FIORANI

】 nr. 50 - Il modello GBS 2013: lo standard italiano per la redazione del Bilancio Sociale • **Commissione Bilancio Integrato** - a cura di CLAUDIO BADALOTTI, DARIO VELO, GABRIELE BADALOTTI

ANNO 2014

】 nr. 51 - I regolamenti applicativi del D.Lgs. 39/2010 sulla revisione legale dei conti emanati dal MEF • **Commissione Controllo Societario**

】 nr. 52 - La previdenza nella professione di Dottore Commercialista • **Commissione Cassa Previdenza Dottori Commercialisti** - a cura di ERNESTO CARELLA

】 nr. 53 - Comunicare con Investitori e Finanziatori: il ruolo del Business Plan • **Commissione Finanza e Controllo di Gestione** - a cura di FRANCESCO ALDO DE LUCA e ALESSANDRA TAMI

】 nr. 54 - La Direttiva 2013/34/UE relativa ai bilanci d'esercizio e consolidati - Novità e riflessi sulla disciplina nazionale • **Commissione Principi Contabili** - a cura di TIZIANO SESANA

】 nr. 55 - Gli obblighi di sicurezza nei luoghi di lavoro • **Commissione Lavoro** - a cura di MONICA

BERNARDI, BERNARDINA CALAFIORI, GABRIELE MOSCONE, PATRIZIA ROSSELLA STERZA, SERGIO VIANELLO

】 nr. 56 - Le Start-up innovative • Commissioni Start-up, Microimprese e Settori Innovativi e Diritto Tributario Nazionale - a cura di ANTONIO BINACCHI e ALESSANDRO GALLI

ANNO 2015

】 nr. 57 - Il Concordato preventivo: riflessioni teoriche • Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali - a cura di GIANNICOLA ROCCA

】 nr. 58 - Il Concordato preventivo: esperienze empiriche • Commissione Gestione Crisi di Impresa e Procedure Concorsuali - a cura di GIANNICOLA ROCCA

】 nr. 59 - Il controllo della liquidità nelle strategie aziendali e nelle situazioni di crisi. Il contributo del business plan • Commissione Finanza e Controllo di Gestione - a cura di CARLO ARLOTTA, SALVATORE CARBONE, FRANCESCO ALDO DE LUCA, ALESSANDRA TAMI

】 nr. 60 - La collaborazione volontaria. I diversi perché di una scelta (quasi) obbligata • Commissione Normative a Tutela dei Patrimoni - a cura di MARCO SALVATORE, PAOLO LUDOVICI, FABRIZIO VEDANA

】 nr. 61 - Relazione di revisione. Le novità al giudizio sul bilancio introdotte dagli ISA Italia • Commissione Controllo Societario - a cura di DANIELE BERNARDI, GASPARE INSAUDO, LUCA MAGNANO SAN LIO, CLAUDIO MARIANI

】 nr. 62 - Accertamento sintetico, redditometro e "redditest" • Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di ALESSANDRO CERATI

ANNO 2016

】 nr. 63 - Il Consolidato fiscale nazionale (artt. 117-129 TUIR e DM 9 giugno 2004) • terza edizione • Commissione Diritto Tributario Nazionale - a cura di AMBROGIO ANDREA PICOLLI

】 nr. 64 - Revisione della contabilità di condominio • Gruppo di lavoro della Commissione Amministrazioni Immobiliari

】 nr. 65 - Appunti per una cultura di parità • Commissione Pari Opportunità - a cura di GRAZIA TICOZZELLI

】 nr. 66 - Dematerializzazione documentale: temi

per la consulenza. Prima parte. Conservazione digitale. Evoluzione del quadro normativo • Commissione Informatica CCIAA e Registro Imprese di Milano - a cura di PIETRO LUCA AGOSTINI, RUGGERO DELVECCHIO, DAVIDE GRASSANO, GIUSEPPE MANTESE, FRANCESCO MILANO

】 nr. 67 - Dematerializzazione documentale: temi per la consulenza. Seconda parte. Fattura elettronica. Scenari • Commissione Informatica CCIAA e Registro Imprese di Milano - a cura di PIETRO LUCA AGOSTINI, FILIPPO CARAVATI, PAOLO A. CATTI, CLAUDIO RORATO

】 nr. 68 - Il welfare aziendale. Dalla teoria alla pratica • Commissione Lavoro - a cura di LORIS BERETTA, VITTORIO DE LUCA e SALVATORE VITIELLO

】 nr. 69 - Il bilancio integrato per le PMI • Commissione Bilancio Integrato

ANNO 2017

】 nr. 70 - La normativa antiriciclaggio per i professionisti - L'operatività del D.Lgs. 231/2007 e le indicazioni di matrice internazionale • Commissione Antiriciclaggio - a cura di BARBARA ARBINI, ANDREA BIGNAMI, ANTONIO FORTAREZZA

】 nr. 71 - Sistemi di allerta interna - Il monitoraggio continuativo del presupposto di continuità aziendale e la segnalazione tempestiva dello stato di crisi da parte degli organi di vigilanza e controllo societario - Guida in materia di sistemi di allerta preventiva • Commissione Controllo Societario - a cura di DANIELE BERNARDI, MASSIMO TALONE

】 nr. 72 - La gestione e il controllo della tesoreria e dei rischi finanziari nelle PMI • Commissione Finanza e Controllo di Gestione - a cura di RICCARDO CODA

】 nr. 73 - Appalto e rapporti di lavoro • Commissione Lavoro - a cura di BERNARDINA CALAFIORI, SERGIO VIANELLO

ANNO 2018

】 nr. 74 - Le amministrazioni straordinarie fra salvaguardia della continuità, tutela dei livelli occupazionali ed efficacia delle azioni di risanamento • Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa - a cura di GIANNICOLA ROCCA, DIEGO CORRADO

】 nr. 75 - Il Concordato con continuità aziendale • Commissione Crisi, Ristrutturazione e

Risanamento di Impresa - a cura di GIANNICOLA ROCCA e GIUSEPPE ACCIARO

】 nr. 76 - Smart Working: le regole applicative • Commissione Lavoro - a cura di LORIS BERETTA, BERNARDINA CALAFIORI, GIADA ROSSI, SERGIO VIANELLO

】 nr. 77 - Gli strumenti di finanziamento per le start-up e PMI • Commissione Start-up, Microimprese e Settori Innovativi - a cura CRISTINA ERMIGNERO, EZIO ESTE, RICCARDO RICCI

】 nr. 78 - L'Educazione Finanziaria per Consumatori, Risparmiatori, Imprese. Gli Strumenti di Pagamento - Gli Strumenti di Investimento - Gli Strumenti di finanziamento • Commissione Finanza e Controllo di Gestione - a cura di VANINA STAGNO PIANATANIDA

ANNO 2019

】 nr. 79 - Il nuovo trattamento dei crediti tributari e contributivi secondo il codice della crisi e dell'insolvenza • Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento di Impresa - a cura di GIANNICOLA ROCCA, ANTONIO DI FALCO

】 nr. 80 - Governance e controlli interni nelle società non quotate alla luce del Codice della crisi

di impresa • Gruppo di lavoro trasversale delle Commissioni Governance delle Società Quotate, Controllo Societario e Revisione, Compliance e Modelli Organizzativi - a cura di FRANCESCA NOVATI, ROSANNA VICARI

ANNO 2020

】 nr. 81 - La liquidazione giudiziale • Commissione Procedure Concorsuali - a cura di ROBERTO MARCIANESI

ANNO 2021

】 nr. 82 - l'abrogazione delle tariffe professionali e le novità del D.M. 140/2012 - Parametri • Commissione Liquidazione Parcelle - a cura di ANGELO DI LEVA

】 nr. 83 - La Società Benefit • Start Up Innovative, Microimprese e Settori Innovativi - a cura di MARIA CONCETTA RIZZO

】 nr. 84 - Strategie e strumenti di risanamento nel codice della crisi e dell'insolvenza e nel diritto emergenziale • Commissione Crisi, Ristrutturazione e Risanamento d'Impresa - a cura di GIANNICOLA ROCCA

Finito di stampare
nel mese di settembre 2021

Publydecor
Osnago (LC)

I QUADERNI

numero

85

Il dottore commercialista è spesso un attore importante nei processi di riorganizzazione aziendale. In particolare la crescita delle imprese vede spesso operazioni di conferimento di azienda o di rami d'azienda, operazioni per le quali viene richiesto un processo di valutazione e la redazione di una perizia.

Il quaderno si propone di delineare i principali aspetti critici nella redazione delle perizie in operazioni di aggregazione aziendale, posto il ruolo di tutela dei terzi che la perizia svolge, in particolare dei creditori sociali, affinché il valore del patrimonio netto, derivante dall'apporto, rappresenti una "garanzia" per i creditori della Newco.

L'obiettivo della ricerca è quindi illustrare le criticità di una valutazione di ramo d'azienda soprattutto in periodi di incertezza dei mercati. Il Quaderno è frutto di un progetto di ricerca scaturito da alcune cause proposte dopo il fallimento di alcune società derivanti da operazioni di conferimento, nelle quali il giudice contestava la correttezza della perizia, in relazione agli esiti negativi delle realtà derivanti dalle operazioni di conferimento. Il Quaderno, dopo aver delineato gli aspetti civilisti delle operazioni di conferimento e sintetizzato gli aspetti fiscali, illustra le *best practice* di redazione delle perizie, dalla scelta del criterio di valutazione, alle problematiche di valutazione in periodi di incertezza. Un esempio di perizia conclude il Quaderno.

Si ringraziano per la particolare disponibilità e dedizione i colleghi che hanno contribuito alla redazione del presente quaderno:

FRANCESCO SANTORI - Commercialista e Revisore Legale, è socio fondatore dello studio Santori & Associati e dello studio BFA & ASSOCIATI. Membro di diverse associazioni, tra cui ANDAF, AIAF, con le quali collabora. È esperto di operazioni sul capitale aziendale, fra cui anche il conferimento di partecipazioni e di azioni e ha contribuito alla costituzione di svariati gruppi societari. Il suo interesse professionale è rivolto principalmente alla Finanza d'Impresa, con particolare riguardo alle tematiche valutative e di creazione di valore, con particolare attenzione gli effetti della variabile fiscale sulla determinazione del valore d'azienda.

RICCARDO SCLAVI - Dottore Commercialista e Revisore legale, con focalizzazione sui temi della pianificazione e del controllo di gestione, svolge attività di controllo presso importanti società multinazionali e attività di formazione presso la Fondazione dei Dottori Commercialisti di Milano e le associazioni industriali di Milano e Monza Brianza. È autore di pubblicazioni sul tema della pianificazione e il controllo nelle PMI sulle principali riviste italiane.

ALESSANDRA TAMI - Docente di Fondamenti di Bilancio presso il Corso di Laurea di Economia e Commercio dell'Università di Milano Bicocca, dottore commercialista, coordinatore dei corsi di formazione per i praticanti, svolge attività di ricerca e formazione sulle problematiche di valutazione delle imprese, sulla stima dei fabbisogni finanziari e delle scelte di copertura, sulle problematiche di bilancio delle imprese di fronte ai processi di armonizzazione contabile, su temi di CSR, con particolare riferimento al bilancio di sostenibilità, ai processi di valutazione del merito creditizio e di attribuzione del rating.

LUCIANO TARANTINO - Commercialista e Revisore Legale, è socio fondatore dello Studio Tarantino & Partners. È iscritto nella sez. A del Registro dei Gestori della Crisi da Sovra Indebitamento ed è Esperto MIUR presso il Registro REPRISE per la valutazione economico-finanziaria e contabile-amministrativo. I suoi interessi sono specificatamente nel campo della Strategia e Finanza d'Impresa e nella Revisione Legale. Svolge attività di docenza nei corsi di formazione, insieme a un'intensa attività convegnistica di settore. Ha incarichi di External Valuer in operazioni di Finanza Straordinaria nonché per Fondi di Private Equity e Venture Capital nazionali ed esteri. Collabora con il Politecnico di Torino per Spin Off Universitari di Start up innovative.

ALBERTO ZAPPONI - Dottore commercialista e Revisore legale, socio dello Studio Aspesi Arsuffi ed Associati di Bergamo. Ha maturato una lunga esperienza nella consulenza aziendale su operazioni di M&A ed altre operazioni straordinarie in Italia e all'estero. È relatore - per queste tematiche - in incontri di aggiornamento professionale e corsi di formazione organizzati sia dall'Odcec di Bergamo che dall'Università di Bergamo.
