

TESI DI LAUREA MAGISTRALE



*Dipartimento di Impresa
e Management*

*Cattedra di Controllo di
Gestione Avanzato*

Le Business Combinations

Relatore

Prof. Di Lazzaro Fabrizio

Candidata

Ylenia Capriotti

Matricola 661781

Correlatore

Prof. Fortuna Fabio

ANNO ACCADEMICO 2014/15

Ringraziamenti

A Mario e Concetta, genitori eccelsi e modelli di vita esemplari, per l'amore e il sostegno che da quando sono nata mi hanno donato.

Ai miei fratelli, ai miei cugini e al mio dolce nipotino, per l'affetto fraterno che ci lega e per l'amore infinito che provo nei loro confronti.

A mio zio Giuseppe, per il coraggio che mi ha sempre trasmesso.

A mia zia Salva e la mia cara nonna Silvia, per l'affetto e i sorrisi che abbiamo sempre condiviso.

A tutte le persone che mi hanno amata e che mi hanno tenuta per mano, nelle vittorie e nelle sconfitte.

Ed infine, ma non per ultimo, al mio Relatore, per cui nutro una profonda stima, per la fiducia a me concessa.

Indice

Abstract.....	pag.9
Introduzione.....	pag.10

Titolo I

Capitolo 1: Operazioni di aggregazione aziendale

1.1. Aspetti introduttivi.....	pag.18
1.2. Modalità di espansione e motivazioni.....	pag.19
1.3. Aggregazioni aziendali. Definizioni.	pag.21

Titolo II : Operazioni di aggregazione aziendale secondo il Codice Civile

italiano: la Fusione

Capitolo 2 : La fusione

2.1. Aspetti Civilistici	pag.28
2.2. Le fasi della fusione	pag.30
2.3. Il progetto di fusione.....	pag.32
2.4. La relazione degli esperti	pag.33
2.5. Aspetti fiscali	pag.34
2.5.2. Operazioni domestiche	pag.34
2.5.3. Operazioni transfrontaliere	pag.40
2.6. Aspetti contabili	pag.41
2.6.1. Fusione per incorporazione	pag.41
2.7. Azioni dell'incorporante detenute dall'incorporata	pag.52
2.8. Fusione propriamente detta o per unione	pag.59
2.9. Gli elementi economici che influenzano la determinazione del rapporto di cambio "teorico"	pag.61
2.10. Elementi natura extraeconomica che possono determinare un diverso rapporto di cambio.....	pag.68
<i>La prassi. Il caso Montedison.....</i>	<i>pag.69</i>

Titolo III : Operazioni di aggregazione aziendale secondo in Codice Civile italiano: le Acquisizioni.

Capitolo 3: Le acquisizioni

3.1. Aspetti generali	pag.74
3.2. Norme sull'attuazione di un'operazione di acquisizione	pag.75
3.3. La Due Diligence	pag.81
3.4. Struttura del contratto di acquisizione	pag.84
3.5. Modalità di acquisizione	pag.86
3.6. La valutazione dell'azienda	pag.89
3.7. Prezzo di vendita e valore	pag.94
3.8. Vantaggi e svantaggi.....	pag.96

Capitolo 4 : Le Cessioni

4.1. Aspetti generali	pag.98
4.2. Aspetti civilistici	pag.99
4.3. Aspetti fiscali	pag.102
4.4. Aspetti contabili	pag.109

Capitolo 5 : I Conferimenti

5.1. Aspetti introduttivi	pag.112
5.2. Aspetti civilistici	pag.116
5.3. Aspetti fiscali	pag.122
5.4. Aspetti contabili	pag.131
<i>La prassi. Il caso Fiat.....</i>	<i>pag.134</i>

Codice EticoM&A.....	pag.136
---------------------------------	----------------

Titolo IV: Operazioni di aggregazione aziendale secondo i principi contabili internazionali

Capitolo 6 : Le Business Combinations

6.1. Aspetti generali	pag.142
6.2. Il principio contabile internazionale IFRS 3	pag.143
6.3. Applicazione dell'IFRS 3. Metodo di contabilizzazione Purchase Method....	pag.144
6.4. L'avviamento	pag.150

6.4.2. Differenze di trattamento dell'avviamento	pag.152
6.5. Esempio numerico	pag.153
6.6. Differenze IFRS 3 e IFRS 3 Revised	pag.156
6.7. Novità introdotte dall'IFRS 3 Revised. L'aquisition Method.	pag.159
6.8. Approfondimenti sul Fair Value	pag.165
6.9. Il Fair Value secondo l' IFRS 13	pag.166

Realtà aziendali.

<i>Il Caso Ubi Banca.....</i>	<i>pag.170</i>
--------------------------------------	-----------------------

<i>Il Caso Monte dei Paschi di Siena.....</i>	<i>pag.176</i>
--	-----------------------

<i>Il Caso UniCredit.....</i>	<i>pag.182</i>
--------------------------------------	-----------------------

<i>Il Caso Intesa Sanpolo.....</i>	<i>pag. 186</i>
---	------------------------

<i>Osservazioni.....</i>	<i>pag. 190</i>
---------------------------------	------------------------

Conclusioni.....	pag. 192
-------------------------	-----------------

Bibliografia.....	pag. 196
--------------------------	-----------------

Abstract

Unire, fondere, aggregare e incorporare: tutti termini che creano una sola immagine, la nascita, da più entità, di un'unica unità operativa più forte e più robusta pronta ad essere immersa nel contesto ambientale circostante.

Come tasselli di un puzzle, andremo ad analizzare come , quando e perché sin dai tempi antichi, i soggetti economici decidono di avventurarsi nelle complicate operazioni di Business Combinations.

Un ragionamento teorico che avrà come unico filo conduttore il processo aggregativo fra enti economici, partendo dalla considerazione delle operazioni di M&A dal punto di vista della disciplina interna dettata dal codice civile italiano e dai principi OIC riguardanti appunto la gestione delle contabilità in Italia, e passando poi all'analisi delle stesse operazioni secondo la nuova disciplina internazionale degli IAS – IFRS. Quattro saranno le realtà economiche studiate empiricamente per mostrare un esempio concreto delle operazioni di Business Combinations , e come queste vengono strutturate.

Introduzione

Un'azienda nasce e si sviluppa con lo scopo ultimo del raggiungimento di una pluralità di obiettivi. Questa molteplicità di obiettivi ruota attorno ad un concetto-chiave, primo fra tutti: la creazione di Valore.

Il Valore è un concetto che l'essere umano ha creato per poter effettuare degli scambi. In un primo momento, molti autori si sono soffermati sull'idea della staticità del Valore, e sulla determinazione di questo mediante stime puntuali e rigorose. Successivamente, la maturata convinzione dell'inefficacia dei metodi di stima rigorosamente contabili, ha lasciato spazio all'affermarsi della teoria della Creazione del Valore.

Creare Valore nel tempo ha assunto il significato di accrescere la dimensione del capitale economico, cioè il valore dell'impresa intesa come investimento.

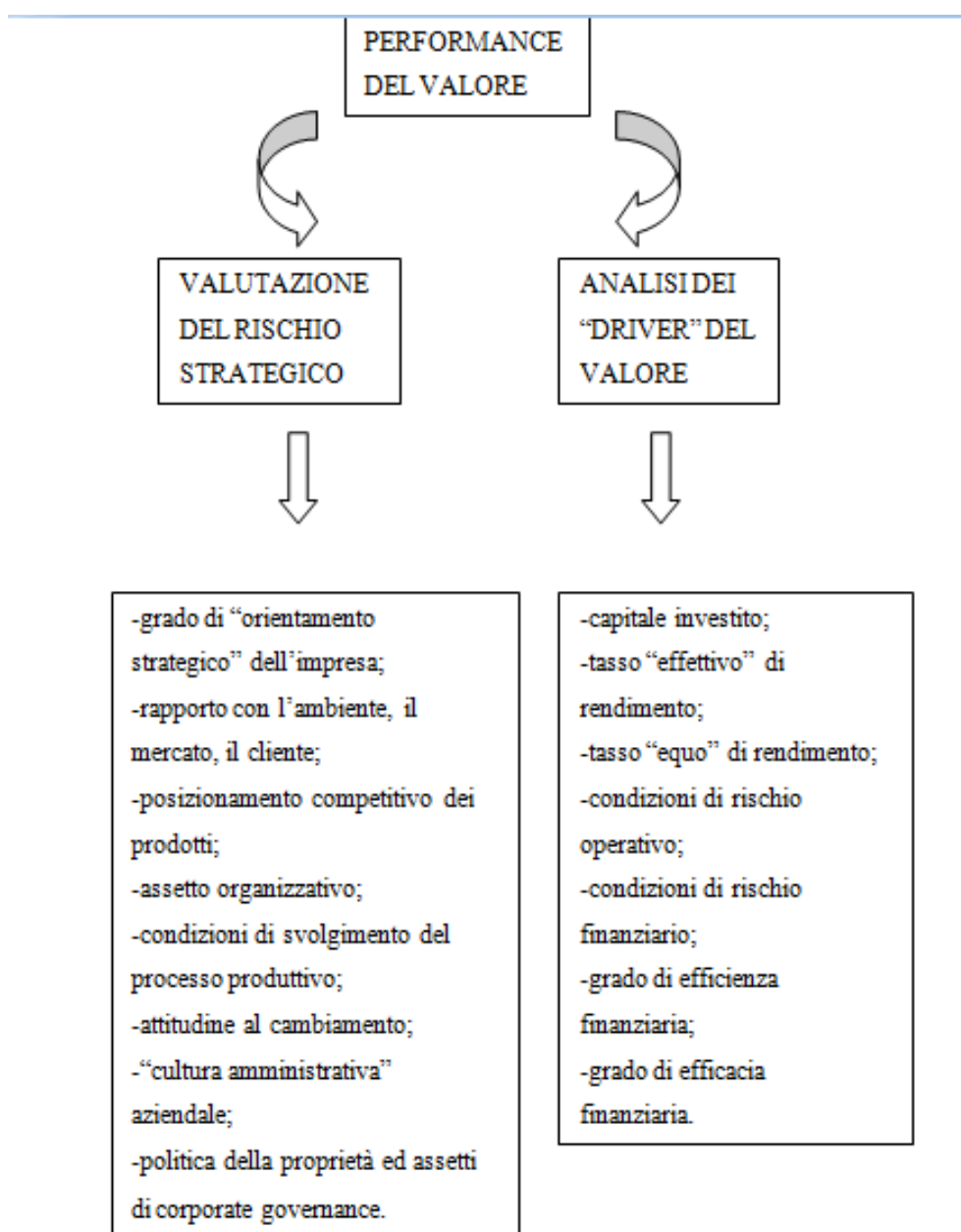
L'obiettivo della creazione del valore rappresenta un fine ragionevole sotto molteplici aspetti:

- L'obiettivo è *razionale*, poiché riflette gli effetti di lungo termine delle strategie aziendali;
- L'obiettivo è di *larga accettazione*, poiché è accolta con favore dai soggetti cui sono legati gli interessi economici;
- L'obiettivo è *stimolante*, poiché conduce tutti gli attori aziendali ad un lavoro pro-attivo;
- L'obiettivo è *misurabile*, grazie a numerosi strumenti di valutazione;
- L'obiettivo prescinde dalle dimensioni e dal settore di appartenenza dell'azienda.

Orientare la strategia aziendale nel senso della creazione di valore equivale dunque a perseguire un obiettivo di sviluppo aziendale e di esistenza nel lungo periodo, promuovendo durevolmente il miglioramento delle capacità reddituali e contemporaneamente non trascurando le finalità sociali dell'impresa.

La ricerca del Valore è un obiettivo che coinvolge tutta la struttura aziendale e dunque principio fondamentale di Corporate Governance che, letteralmente, può essere tradotto in <<governo d'impresa>> indicando con ciò ogni aspetto dell'agire imprenditoriale.

La gestione aziendale orientata al valore è caratterizzata da un forte orientamento strategico.



Tab.1. F. DI LAZZARO, "La performance del Valore. Per l'analisi aziendale", seconda edizione.

Orientarsi strategicamente significa "pianificare la gestione, ponendo particolare attenzione alla formulazione della missione aziendale e alla identificazione dei vantaggi competitivi sostenibili, definendo i relativi assetti strutturali in termine di capitale

tecnico, umano e finanziario, secondo un'ottica di medio lungo termine". Di seguito si riportano in sintesi le variabili chiave oggetto dell'orientamento strategico:

L'ambiente:

- fattori congiunturali;
- principali indicatori macro economici;
- possibile evoluzione degli scenari domestici ed internazionali;
- possibilità di eventi esterni non governabili dal soggetto economico.

Il mercato:

- tasso di crescita della domanda specifica;
- grado di competizione esistente;
- possibili scenari di competizione futuri;
- interventi di politica economica attesi .

Il cliente:

- centralità del cliente nelle politiche di gestione del management;
- politiche di qualità;
- politiche di custode care e custode loyalty;
- grado di soddisfazione della clientela.

Il posizionamento competitivo dei prodotti:

- durata del ciclo di vita del prodotto;
- grado di "equilibrio competitivo" del portafoglio prodotti;
- tempi medi di rinnovamento della gamma;
- politiche commerciali e di distribuzione;
- coerenza fra percezione del brand e prodotto;
- servizi accessori e catena del valore.

L'assetto organizzativo:

- capacità professionali del management;
- coerenza fra strategia e struttura organizzativa;
- snellezza procedurale ed agilità;
- chiara definizione delle responsabilità economiche;
- possibili conflitti generazionali.

L'attitudine al cambiamento:

- flessibilità delle politiche di governo;
- fluidità dei moduli organizzativi;
- capacità di adattamento alle mutevoli condizioni ambientali.

La "cultura amministrativa" aziendale:

- adeguatezza dei sistemi amministrativi;
- adeguatezza dei sistemi di controllo e di reporting;
- adeguatezza dei meccanismi di corporate governance;
- influenza della variabile fiscale.

La politica della proprietà:

- grado di apertura del capitale;
- affidabilità dei meccanismi di corporate governance;
- grado di trasparenza amministrativa.

Tab.2. F. DI LAZZARO, "La performance del Valore. Per l'analisi aziendale", seconda edizione.

Nell'ottica della ricerca della creazione di valore all'intero di un complesso aziendale spesso le varie opportunità strategiche, reddituali e patrimoniali offerte dalle operazioni di aggregazione aziendale conducono i soggetti economici allo sfruttamento delle stesse.

Al giorno d'oggi il fenomeno delle aggregazioni aziendali sembra essere una risposta consona ed efficiente alla instabilità e forte complessità dell'ambiente economico-finanziario che circonda le unità produttive.

Oggetto di studio di molti esperti, le Business Combinations sembrano essere una realtà in continua crescita e diffusione.

Titolo I:

Operazioni di aggregazione aziendale

Capitolo 1. Operazioni di aggregazione aziendale.

1.1. Aspetti introduttivi

La ricerca della dimensione ottima d'impresa è una problematica intrinseca alla nascita dell'impresa stessa nel mondo economico, e quindi non di certo oggetto di analisi recente.

Negli ultimi anni soprattutto, la forte globalizzazione che ha mutato radicalmente il mondo economico e ha avuto forti impatti sul tema della crescita dimensionale delle imprese, ha causato un forte aumento dell'attenzione proprio su questo tema.

L'aumento della scelta delle imprese di servirsi delle operazioni di aggregazione aziendale, per i più svariati motivi, anche al fine di spiazzare i *competitors* a livello di efficienza ed efficacia, ha coinvolto sempre più ampie zone del mondo ed anche il nostro paese.

Molti studiosi sottolineano, una diffusa convinzione incentrata sull'idea della ciclicità di questi fenomeni, che ha permesso di individuare nell'ultimo secolo dei periodi di particolare concentrazione di queste operazioni coincidenti generalmente con fasi di espansione del ciclo economico o maggiormente con l'introduzione di importanti innovazioni tecnologiche o anche definite *technology waves*.

Secondo quanto analizzato e desunto dagli studiosi degli ultimi decenni in tema di operazioni di concentrazione aziendale, si possono estrapolare due serie di indicazioni che contraddistinguono ogni movimento aggregativo finora registrato nella storia economica:

- la realizzazione che l'avvio di operazioni di crescita esterne è stato possibile solo nel momento in cui si sono sviluppati con sistematicità i mercati finanziari organizzati, a supporto dell'idea di una rilevante importanza del mercato borsistico nello sviluppo e nella diffusione dei fenomeni di consolidamento e di crescita delle aziende;
- l'evidenziazione della manifestazione ciclica delle operazioni di M&A, sottolineandone la forte influenza dalle trasformazioni del contesto economico e

dell'impianto normativo, con particolare rilevanza agli intermediari finanziari, considerati uno degli elementi chiave per l'implementazione.

Molte sono state, nel corso del tempo, gli studi attinenti al tema in questione, ma il problema della *firm size* rimane ancora oggi un argomento discusso ed indefinito. La dimensione ottima dell'impresa non è individuabile aprioristicamente poiché i confini aziendali dipendono:

- dal contesto spazio- temporale in cui essa si trova ad operare;
- da variabili ambientali;
- da altre relazioni posti in essere con altre imprese dello stesso settore.

1.2. Modalità di espansione e motivazioni.

Tra le varie alternative di crescita dimensionale, troviamo le cosiddette operazioni di *crescita esterna*, cioè i processi di fusione- incorporazione o di acquisizione del controllo azionario, oppure le operazioni di *crescita interna* cioè che si esplicano in un aumento della struttura organizzativa esistente.

Le prime sono considerate preferibili sotto alcuni aspetti, tra cui l'ampliamento della quota di mercato, l'incremento e la diversificazione dei ricavi, il conseguimento di sinergie di costo ecc. e permettono una crescita dimensionale molto più veloce ed efficace per il raggiungimento degli obiettivi.

Considerando dunque queste due tipologie di crescita adottate dalle imprese che intendono espandere la loro dimensione sia dal punto di vista qualitativo che quantitativo, si ponga l'attenzione sulle loro caratteristiche principali e sulle modalità di attuazione delle stesse.

- La *crescita interna*, si attua mediante un investimento diretto, al fine di espandere la capacità produttiva aziendale. Tale scelta comporta indubbiamente un allargamento della struttura organizzativa esistente correlato ad un aumento della complessità gestionale che deve essere affrontata con le dovute cautele, al fine di evitare l'irrigidimento e dunque la perdita di flessibilità aziendale. La pericolosità di tale scelta risulta essere maggiormente accentuata nelle imprese medio – piccole che intendono effettuare un salto

dimensionale, rischiando così di perdere la capacità di reazione alle possibili intemperie del mondo economico circostante. Nonostante i rischi correlati, la crescita interna detiene vantaggi particolari da non sottovalutare, connesse al fatto che essa si concretizza in un investimento di tipo produttivo che può permettere di sfruttare meglio le capacità dell'impresa e aprirgli nuovi spiragli di arricchimento. Occorre sottolineare tuttavia, che la via della crescita interna se da un lato comporta un aumento della capacità produttiva e dell'offerta complessiva, dall'altro produce un innalzamento della pressione competitiva. Dunque questa modalità di espansione è chiaramente preferibile in quei settori dove le tecnologie produttive sono poco diffuse, e di conseguenza la concorrenza più contenuta.

- La seconda tipologia è la crescita esterna che si realizza mediante l'acquisto di complessi aziendali già funzionanti o tramite operazioni straordinarie di fusione / integrazione. Queste operazioni permettono una maggiore tempestività nella realizzazione e nel ritorno dell'investimento rispetto al caso di crescita interna, indubbiamente un minor rischio legato al fatto che non viene creata una nuova unità produttiva ed infine la possibilità di sfruttare reti e relazioni di mercato già esistenti e ben consolidate.

Si riassumono brevemente nella tabella sottostante le varie tipologie di operazioni di M&A e le interrelazioni con le fonti di valore:

Tipo di operazione		Sinergie operative	Sinergie finanziarie	Incremento potere di mercato	Espansione quota di mercato	Acquisizione di skills specifiche	Sinergie manager mana
Operazioni correlate	Orizzontali	Potenziali	Potenziali	Potenziale	Si	Possibile	Potenziali
	Verticali	Potenziali	Potenziali	Assente	Potenziale	Si	Potenziali
	Concentriche	Potenziali	Potenziali	Assente	Potenziale	Si	Potenziali
Operazioni conglomerati o non correlate		Assenti	Potenziali	Assente	Potenziale	Si	Potenziali

Tab.1. Rif. Silvia Del Prete, “I processi aggregativi d’impresa. Un’analisi delle peculiarità delle concentrazioni bancarie”, Giuffrè Editore, 2002.

1.3. Aggregazioni aziendali. Definizioni.

Un’aggregazione aziendale consiste nell’unione di entità o attività aziendali distinte, in un’unica entità tenuta alla redazione del bilancio.

Il risultato di quasi tutte le aggregazioni aziendali è costituito dal fatto che una sola entità, l’acquirente, ottiene il controllo di una o più attività aziendali distinte, l’acquisto (IFRS 3).

Occorre sottolineare che secondo la disciplina dello IAS 27, per controllo si intende “*il potere di governare le politiche economiche e finanziarie di un’entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività*”.

Possiamo dunque distinguere sul piano giuridico:

- Aggregati intra – aziendali, costituiti da vari insiemi di attività economiche, facenti capo dal punto di vista giuridico formale ad una sola azienda;
- Aggregati inter- aziendali: insiemi di attività economiche svolte da più aziende giuridicamente distinte.

Un'operazione di aggregazione aziendale può essere condotta in vari modi e per una pluralità di motivi:

1) *Limitazione della concorrenza.*

Spesso le imprese, per limitare e disciplinare la concorrenza reciproca, possono optare per stabilire degli accordi più o meno formalizzati. Tali accordi possono riguardare le quantità da produrre, l'area geografica o i prezzi di vendita.

2) *Incremento dell'efficienza.*

Possono riguardare economie di scala ed economie di scopo.

Entrambe sono determinate dalla crescita dimensionale che le aggregazioni aziendali comportano, ma se nel primo caso riguardano un solo prodotto, nel secondo invece riguardano una gamma di prodotti.

Le *economie di scala* si ripercuotono a livello di costi unitari medi, che diminuiscono per effetto della ripartizione dei costi fissi su una maggiore quantità di produzione collocata sul mercato.

Si manifestano anche nel miglioramento delle condizioni contrattuali poste in essere con i soggetti che si occupano dell'approvvigionamento dei fattori e di collocamento sul mercato dei beni, infatti l'impresa avrà più potere contrattuale.

Dunque nella prassi attuale si parla per lo più di economie di apprendimento che possiamo definire come una riduzione regolare e costante del costo di produzione, che si verifica ad ogni raddoppio del volume di produzione, perché si cumulano conoscenze tecniche e si formano specializzazioni interne all'azienda (ad esempio, affinamento delle competenze dei prestatori di lavoro).

Le *economie di scopo* (o di raggio d'azione) si realizzano quando la produzione e la commercializzazione di due beni all'interno dell'azienda consentono di ottenere una riduzione dei costi, dato l'impiego di fattori di produzione comuni (ad esempio, un impianto che viene sfruttato per entrambi, dunque il costo ripartito).

Le economie di scopo possono verificarsi in relazione a due tipologie di beni: tangibili come impianti, macchinari ecc. ovvero intangibili, come marchi, reputazione ecc.

3) *Conseguimento favorevole costi di transazione.*

I costi di transazione sono oneri di determinazione e valutazione incerta, che riguardano la fase preparatoria dello scambio o la fase di esecuzione della transazione. Riguardo al primo possiamo avere costi legati alla ricerca del contraente, alla preparazione dell'accordo o alla definizione del contratto, mentre per i secondi ne troviamo esempio nei costi legati al controllo delle prestazioni, alla gestione delle inadempienze, alle modifiche successive se necessarie e alle cause o contenziosi. Ovviamente parliamo, in questo caso, di problemi legati all'asimmetria informativa che caratterizza il mercato e quindi anche problemi di Moral Hazard (azzardo morale, rischio di opportunismo). Attraverso aggregazioni aziendali questi costi vengono ridotti poiché si instaurano delle relazioni cooperative;

4) *Miglioramento acquisizione delle risorse.*

La necessità di acquisire risorse critiche da soggetti esterni, nella fattispecie fornitori, concorrenti, finanziatrici ecc. , crea relazioni di dipendenza di un'impresa con i suoi stakeholders, e l'opzione per l'aggregazione permette a quest'ultima di accedere alle risorse in modo semplificato, in base alle necessità aziendali e a condizioni vantaggiose;

5) *Sviluppo apprendimento inter-aziendale*

La possibilità di creare combinazioni di più processi produttivi, tramite queste operazioni strategiche di unione, comporta la possibilità di migliore integrazione fra le varie fasi dello stesso processo produttivo e la trasmissione di informazioni, di esperienze, di conoscenze sulle modalità di produzione e distribuzioni di prodotti.

6) *Sviluppo approccio istituzionale*

Essendo ogni azienda immersa in un contesto di fitte relazioni aziendali, che ne condizionano i risultati e le forme di realizzazione delle attività, le aggregazioni aziendali offrono la possibilità di sfruttare legami già esistenti anche in tema di responsabilità sociale.

Dunque, in breve, le condizioni esterne che possono sollecitare maggiormente il ricorso a tali forme di aggregazione, che operano a supporto delle motivazioni principali sopra elencate sono:

- scarsità di risorse finanziarie connesse a situazioni di mercati finanziari imperfetti;
- barriere protezionistiche e sistemi legislativi difformi;
- scarsità di risorse umane qualificate;
- caratterizzazioni oligopolistiche dei mercati;
- rapida evoluzione della tecnologia;
- nuove e particolari disposizioni giuridiche, in specie quelle fiscali.

Nella tabella che segue, indichiamo brevemente le varie tipologie di aggregazione aziendale (in generale) che si possono manifestare nel contesto economico:

Tipologia di aggregazioni aziendali		
<i>Informali</i>	<i>Formali</i>	
	<i>Equity</i>	<i>Non Equity</i>
Reti di sub fornitura	Trust	Associazione in partecipazione
Distretti industriali	Joint venture patrimoniale	Associazione temporanea d'impresa
Gentlemen's agreement	Gruppo	Gruppo d'acquisto
		Franchising
		Joint venture contrattuale

Tab.2 Principali tipologie di aggregazioni aziendali.

Titolo II:

Le operazioni di aggregazione aziendale secondo il Codice

Civile italiano: la Fusione

Capitolo 2. Operazioni di aggregazione aziendale secondo il Codice Civile italiano

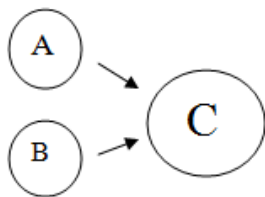
La Fusione

2.1. Aspetti civilistici

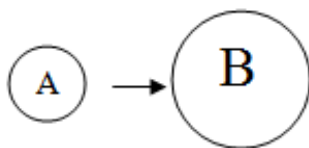
Secondo il diritto commerciale italiano, per operazione di fusione si indica un processo mediante il quale due o più società, inizialmente distinte, vengono unite in un unico ente economico, preesistente alla fusione o creato appositamente ex novo.

L'art. 2501 del c.c. distingue due tipologie principali di fusione:

-Fusione *propriamente detta o per unione*: due o più società si uniscono e di conseguenza si estinguono, per crearne una totalmente nuova ;



-Fusione *per incorporazione*: una società rimane in vita (c.d. incorporante) ed assorbe le altre (c.d. incorporate) che si estinguono.



L'art. 2501 segue sottolineando che la partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo.

Occorre soffermare l'attenzione particolarmente su un caso specifico, prima oggetto di controversie nella disciplina e ritenuta dal diritto societario, in ogni caso, un'operazione censurata, dopo invece la riforma del diritto societario ammessa entro certi limiti posti dall'art 2501bis del c.c. : le cosiddette operazioni di Leveraged Buy out.

In base alla disciplina dell'art 2501bis del c.c. "Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo".

L'art. 2501bis, dunque, sottolinea le modalità di esecuzione del progetto di fusione, ad esempio, nel caso specifico delle predette operazioni di Leveraged buy out.

Un'operazione di LBO viene strutturata come segue:

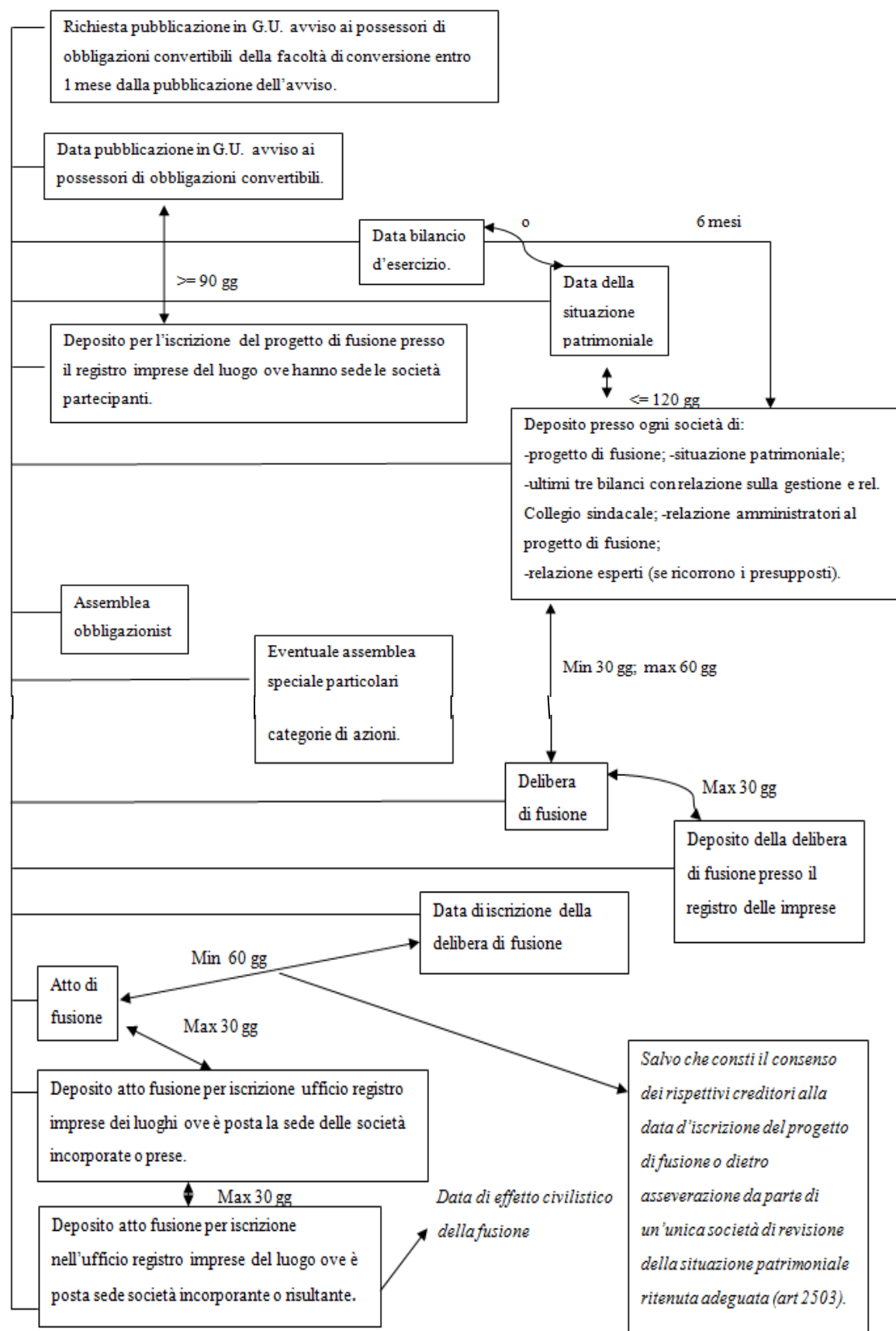
- 1- Creazione di una nuova società (X) da parte del management/ partner industriali e venture capitalist;
- 2- Acquisizione delle azioni o quote della società target o in alternativa delle attività e passività della stessa, da parte della società X creata totalmente tramite ricorso ad indebitamento;
- 3- Successiva incorporazione della target dalla società X e ripianamento del debito contratto tramite la cessione di attività/ rami aziendali non funzionali all'attività d'impresa e tramite il cash flow generato dall'operatività aziendale.

In particolare l'art.2501bis stabilisce che:

- il progetto di fusione, disciplinato nell'art. 2501ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- la relazione di cui all'art.2501quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- la relazione degli esperti di cui all'art. 2501 sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.
- al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato alla revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

2.2. Le fasi della fusione

Possiamo riassumere le varie fasi che si susseguono nell'attuazione di un progetto di fusione come di seguito riportato.



2.3. Il progetto di fusione

Secondo quanto disciplinato dall'art. 2501 ter, il progetto di fusione viene redatto dall'organo amministrativo delle società partecipanti che devono includere:

- Il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- L'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- Il rapporto di cambio delle azioni o quote , nonché l'eventuale conguaglio in danaro (art.2505 c.c.);
- Le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante (art.2505 c.c.);
- La data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili (artt. 2504-II, 2505, 2506-IV c.c.);
- La data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipati alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante (artt. 2504-II, 2506-IV c.c.);
- Il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- I vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione (art. 2506-II c.c.).

Inoltre l'articolo specifica che tale progetto deve essere reso noto pubblicamente ,alternativamente, tramite deposito nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti, oppure tramite pubblicazione nel sito Internet della società con le modalità atte a garantire la sicurezza del sito stesso, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

2.4. La relazione degli esperti

La ratio alla base della necessità di una relazione creata da soggetti esperti nel campo, per le operazioni di fusione è quella di garantire e tutelare i soci delle società partecipanti, sulla congruità del rapporto di cambio stabilito dagli amministratori delle società in sede di delibera della fusione.

La relazione degli esperti disciplinata dall'art. 2501 sexies del c.c., deve essere redatta da uno o più soggetti esperti e diretta a ogni società in modo da rendere noto:

- Il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- Le eventuali difficoltà di applicazione.

Inoltre questa deve contenere un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi utilizzati e la valutazione dell'importanza attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L'esperto o gli esperti vengono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'art. 2409bis cioè un revisore legale dei conti o una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro.

Se la società incorporante o quella risultante dalla fusione risulta essere una Società per Azioni (SPA) o in Accomandita per Azioni (SAPA), gli esperti vengono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società; se invece la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB); se si tratta di Società a Responsabilità limitata (SRL) la nomina dell'esperto avviene dalla società stessa.

Ciascun esperto deve ottenere dalle società partecipanti tutti i documenti e le informazioni utili e deve procedere ad ogni verifica necessaria al corretto svolgimento del suo compito.

In caso di eventuali danni ai soci o alle società, sarà direttamente l'esperto a risponderne se da lui causati, secondo l'art.64 del codice di procedura civile¹.

¹ Articolo 64 del codice di procedura civile. Si applicano al consulente tecnico le disposizioni del codice penale relative ai periti. In ogni caso, il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell'esecuzione degli atti che gli sono richiesti, è punito con l'arresto fino a un anno o con l'ammenda

Tuttavia è anche possibile l'esclusione della relazione allorquando tutti i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono diritto di voto di ciascuna società, unanimemente non sono favorevoli e ne richiedono l'omissione.

2.5. Aspetti fiscali

Per affrontare correttamente il tema della fiscalità, riguardante le operazioni di fusione, è necessaria un'attenta analisi delle società che vi ricorrono e dei soci delle stesse.

Occorre distinguere tra:

- Operazioni domestiche, in cui tutti i soggetti coinvolti nell'operazione si trovano in Italia (art.172, D.P.R. 917/1986) ;
- Operazioni transfrontaliere, in cui almeno uno dei soggetti implicati nell'operazione deve trovarsi in Italia (art.178, D.P.R. 917/1986).

2.5.2. Operazioni domestiche

Il principio cardine della fiscalità in capo alle operazioni di fusione è quello della neutralità fiscale delle stesse, sia in capo alla società, sia in capo ai soci, essendo un'operazione che interessa l'organizzazione patrimoniale e societaria dei soggetti d'imposta e non invece la loro gestione.

In capo alle società partecipanti infatti l'art. 172 stabilisce al primo comma, “non costituisce realizzo, né distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni delle società incorporate o fuse, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento”.

La neutralità riguarda particolarmente, le plusvalenze e le minusvalenze insite nel patrimonio della società incorporata o fusa e le differenze di fusione, cioè avanzi e disavanzi.

fino a lire venti milioni. Si applica l'Articolo 35 del codice penale. In ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni causati alle parti.

Articolo così sostituito dalla L. 4 giugno 1985, n. 281.

I beni provenienti dalle società oggetto di fusione possono essere iscritti a valori contabili superiori rispetto a quelli di provenienza, se dalla fusione emerge un disavanzo.

Tuttavia fiscalmente, i beni che saranno attribuiti alla incorporante o alla nuova società, assumeranno gli stessi valori precedenti, dunque sarà possibile ravvisare una differenza di valori tra quelli fiscali e quelli contabili che andranno tuttavia riconciliati obbligatoriamente (al fine di mantenere la neutralità fiscale) in un apposito “prospetto di riconciliazione” da allegare alla dichiarazione dei redditi (quadro RV del Modello Unico).

<i>Tipi di beni</i>	<i>Valore dei beni</i>	<i>Valore iniziale</i>	<i>Incrementi</i>	<i>Decrementi</i>	<i>Valore finale</i>	<i>Valore di realizzo</i>
	Valore di bilancio					
	Valore fiscale					
	Valore di bilancio					
	Valore fiscale					
	Valore di bilancio					
	Valore fiscale					

In caso di successiva cessione del bene, il valore di partenza riconosciuto sarà quello fiscale e non quello contabile, in modo tale da poter rintracciare e calcolare l'eventuale plusvalenza, non tassata in occasione della fusione, e resa così oggetto di tassazione.

Il principio della continuità fiscale si esplicita operativamente nel fatto che:

- l'incorporante calcola il valore degli ammortamenti in base al valore lordo dei beni pre - fusione posseduti dall'incorporata;
- le rimanenze di magazzino mantengono la stessa stratificazione che presentavano in capo all'incorporata;
- l'incorporante succede nelle concessioni;
- l'incorporante subentra nei crediti d'imposta di tipo sovvenzionale.

La fusione è un'operazione fiscalmente neutra anche per i soci. Al comma 3 dell'art.172 del TUIR, si sottolinea, "Il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze per i soci della società incorporata o fusa, fatta salva l'applicazione in caso di conguaglio, dell'articolo 47, comma 7, e ricorrendone le condizioni degli articoli 58 e 87".

Infatti l'unica eccezione alla neutralità fiscale delle operazioni di fusione sui soci, risiede nella percezione da parte del socio di conguaglio in denaro, che deve essere inferiore o uguale al 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate (art.2501ter, 2° comma c.c.).

Le partecipazioni dei soci sono annullate e sostituite con partecipazioni della società risultante dalla fusione o incorporante, e il concambio avviene sulla base del rapporto calcolato e previsto nel progetto di fusione.

La società incorporante o risultante dalla fusione subentra in tutte le situazioni giuridiche che facevano capo alle società precedenti o all'incorporata. Nello specifico, ciò vale sia per le situazioni giuridiche sostanziali, tra cui rientrano quelle relative alle imposte sui redditi, sia per le situazioni giuridiche formali.

Gli effetti, dell'applicazione del principio del subentro riguardano dunque:

- in primo luogo l'obbligo di versamento delle imposte (art. 172 TUIR, comma 10): "dalla data in cui ha effetto la fusione, gli obblighi di versamento, inclusi quelli relativi agli acconti di imposta ed alle ritenute operate su redditi altrui, sono a tutti gli effetti trasferiti alla società incorporante o comunque risultante alla data della fusione."
- In secondo luogo, l'obbligo di presentazione delle dichiarazioni (D:P:R: 322/1998, ART. 5 bis): "in caso di fusione di società deve essere presentata dalla società risultante dalla fusione o incorporante, la dichiarazione relativa alla frazione di esercizio delle società fuse o incorporate compresa tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto la fusione entro l'ultimo giorno del nono mese successivo a tale data, in via telematica".

Nella pratica poi, gli effetti del subentro si concretizzano:

- Per i beni strumentali i termini triennali di detenzione vengono calcolati considerando il periodo di possesso presso le società incorporate o fuse;
- Per quanto concerne il cosiddetto requisito dell'Holding Period necessario per fruire del regime della Participation Exemption di cui all'art 87 del D.P.R. n.917/1986, la fusione non interrompe i 12 mesi di possesso della partecipazione. Inoltre il requisito della prima iscrizione tra le immobilizzazioni finanziarie va verificata in capo alle società fuse ovvero incorporate.

Il subentro riguardante le imposte sui redditi della nuova società risultante dalla fusione o dall'incorporante, risulta dunque essere un subentro a titolo universale facendo eccezione per tre casi specifici di seguito elencati e analizzati.

Le riserve in sospensione d'imposta (art.172 TUIR, comma 5).

“ Le riserve in sospensione d'imposta, iscritte nell'ultimo bilancio delle società incorporate o fuse concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporate se e nella misura in cui, non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione”.

Occorre dunque distinguere due casi:

- 1- *Riserve in sospensione d'imposta tassabili in ogni caso* (cd. Sospensione radicale), tra cui ad esempio ritroviamo la Riserva o fondo sopravvenienze attive, riserva o fondi di condono e i fondi accantonamento. In questi casi il regime di sospensione d'imposta cessa successivamente a qualsiasi utilizzo che decrementi o azzeri il loro ammontare. La ricostituzione dunque deve avvenire prevalentemente con l'avanzo emergente dalla fusione e nel caso in cui siano presenti altre riserve libere anche tramite loro utilizzo. Nel caso in cui invece, vi sia una totale assenza di avanzo, la ricostituzione avverrà totalmente tramite utilizzo di ogni altra riserva libera presente. In caso di mancata ricostituzione dunque, la tassazione sarà immediata e applicata alla dichiarazione riferita al periodo d'imposta in cui ha avuto efficacia la fusione.
- 2- *Riserve in sospensione di imposta tassabili solo in caso di distribuzione* (cd. Sospensione moderata) tra cui ricordiamo la riserva di rivalutazione monetaria, le riserve a fronte di apporti, le riserve a fronte di accantonamenti e i saldi attivi

di rivalutazione. In questo caso, il regime di sospensione cessa nel momento in cui tale ammontare venga distribuito ai soci ovvero in generale quando si ha una fuoriuscita dall'impresa di valori in sospensione. In presenza di avanzo di fusione o aumento di capitale superiore al capitale complessivo delle società partecipanti, si possono verificare due casi, cioè una completa ricostituzione delle riserve, tramite l'utilizzo congiunto di tali poste oppure, in caso di mancata ricostituzione, il vincolo di sospensione si trasmetterà all'avanzo o all'aumento di capitale. Non vige invece alcun obbligo di ricostituzione in caso di assenza di avanzo di fusione o aumento di capitale eccedente.

Occorre sottolineare che, se le riserve in sospensione sono imputate al capitale della società incorporata o fusa subito prima della fusione, il vincolo si trasmette al capitale della società incorporante o risultante dalla fusione.

Riporto delle perdite e interessi passivi (art. 172 TUIR, comma 7)

Quando si parla di riporto delle perdite e interessi passivi, occorre porre l'attenzione innanzitutto sul cosiddetto principio della retrodatazione fiscale e contabile applicabile alla fusione. Secondo l'art. 172 del TUIR comma 9, ai fini delle imposte sui redditi, l'atto di fusione può stabilire che gli effetti decorrano dalla data in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporata/fusa o, se più prossima, la data in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della incorporante. Tale principio è utile per semplificare gli adempimenti contabili e fiscali connessi all'operazione poiché impedisce che l'intervallo di tempo che va dall'inizio del periodo di imposta sino all'effettivo inizio degli effetti della fusione ai fini civilistici, assuma un valore di autonomo periodo d'imposizione fiscale.

Compreso, dunque, il valore e l'importanza dell'utilizzo del principio di retrodatazione, nel caso in questione, si può distinguere la situazione in cui tale retrodatazione non venga applicata, da quella contraria.

Nel primo caso, per le perdite fiscali pregresse di ciascuna società partecipante, vige un divieto di riportabilità delle perdite fino a concorrenza della svalutazione delle azioni o quote della società le cui perdite sono riportabili, effettuata dalla società partecipante o dall'impresa che le ha ad essa cedute dopo l'esercizio al quale si riferisce la perdita e prima dell'atto di fusione. Invece nel caso degli interessi passivi, questi sono deducibili

fino a concorrenza degli interessi attivi + il 30% del ROL della gestione caratteristica. Nel caso in cui tale valore sia eccedente, può essere riportato ad incremento del 30% del ROL dell'anno successivo e seguenti.

Le condizioni fondamentali, tuttavia, che devono sussistere per poter accedere a tale regime (che devono essere validi anche nell'intervallo di tempo esistente dalla chiusura dell'ultimo esercizio, fino alla data effettiva di efficacia della fusione) sono innanzitutto il superamento del test di vitalità (Ricavi e proventi dell'esercizio precedente a quello della fusione devono essere superiori al 40% della media dei due precedenti; le spese per il lavoro subordinato dell'esercizio precedente quello della fusione devono essere superiori al 40% della media dei due precedenti) ed il rispetto del limite quantitativo del Patrimonio Netto (Valore del Patrimonio Netto dell'ultimo bilancio sottratto il valore di versamenti e conferimenti effettuati nei due anni precedenti o se inferiore l'ammontare del Patrimonio netto della situazione patrimoniale al netto dei conferimenti e versamenti effettuati nei due anni precedenti).

Nel secondo caso, invece, le perdite fiscali esistenti vengono considerate dall'inizio del periodo di efficacia della fusione applicando la retrodatazione e il divieto di riportabilità (che sussiste sempre nella stessa misura del precedente caso con la variante della considerazione di tale valore aggiuntivo delle perdite). Lo stesso vale per il test di vitalità che oltre a considerare le condizioni analizzate per il caso precedente , aggiunge anche il limite dei ricavi e proventi della frazione di periodo antecedente alla data di efficacia giuridica della fusione maggiore del 40% della media degli ultimi due esercizi precedenti, e quello delle spese per lavoro subordinato sempre dello stesso intervallo di tempo superiore al 40% della media degli ultimi due esercizi precedenti.

Un ulteriore differenza tra i due casi esposti precedentemente risulta essere la modalità di richiesta della disapplicazione di tali condizioni, nel primo caso su istanza ex art.37-bis, comma 8, del D.P.R. 600/1973 e nel secondo, con riguardo al test di vitalità, con istanza di interpello sempre secondo l'art. precedente.

Ultima considerazione sulla fiscalità in capo alle operazioni di fusione riguarda le imposte indirette, che vengono riassunte brevemente nella tabella riportata di seguito.

IVA	La fusione non rileva ai fini IVA(art.2, comma 3 lett.f), D.P.R. 633/1972
Imposta di registro	Con riferimento agli atti pubblici, quota fissa di 200 euro(art.4, comma 1, lett.b) Parte Prima della Tariffa D.P.R. 131/1986)
Imposte ipotecaria e catastale	Quota fissa di 200 euro cadauno, solo nel caso in cui durante un'operazione di fusione vengano trasferiti anche beni immobili(art.4 della Tariffa, D.Lgs 347/1990)
Imposta Unica Comunale	Attribuzione di tale imposta sia alle incorporate/ fuse che all'incorporante/ società risultante dalla fusione per i rispettivi periodi di competenza.

2.5.3. Operazioni transfrontaliere.

Si indica con il termine transnazionale un'operazione che implica il coinvolgimento di società con residenza in due o più stati membri dell'Unione Europea. Bisogna notare che la verifica del requisito della transnazionalità viene effettuato solo ed elusivamente in capo alle società coinvolte direttamente nell'operazione di fusione e non considerando requisiti per i rispettivi soci intra-UE ed extra-UE.

Le fusioni transnazionali, sono regolate dalla Direttiva 90/434/ CEE in cui all'art. 2 definisce la fusione come “un'operazione mediante il quale:

- una o più società trasferiscono, a causa e all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del loro patrimonio, attivamente e passivamente, ad altra società preesistente, mediante l'assegnazione ai loro soci di titoli rappresentativi del capitale sociale dell'altra società ed eventualmente di un saldo in contanti non eccedenti il 10% del valore nominale o, in mancanza di valore nominale, della parità contabile di tali titoli;

- due o più società trasferiscono, a causa e all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del loro patrimonio, attivamente e passivamente, ad una società da esse costituita, mediante l'assegnazione ai propri soci di titoli rappresentativi del capitale sociale della nuova società ed eventualmente di un saldo in contanti non eccedente il 10% del valore nominale o, in mancanza di valore nominale, della parità contabile di tali titoli;
- una società trasferisce, a causa e all'atto dello scioglimento senza liquidazione, la totalità del proprio patrimonio, attivamente e passivamente, alla società che detiene la totalità dei titoli rappresentativi del suo capitale sociale”.

I principi generali che regolano tali tipologie di operazioni sono innanzitutto quello della irrilevanza fiscale del realizzo di plus/minusvalenze in ipotesi di applicazione della continuità dei valori fiscali, tassazione solo al momento del realizzo, e requisito della stabile organizzazione in Italia.

La Direttiva comunque si applica soltanto a condizione che le operazioni di fusione:

- avvengano tra soggetti costituiti in forma societaria;
- siano effettuate nell'ambito dell'UE;
- presentino il carattere della transnazionalità.

2.6. Aspetti contabili.

Dal punto di vista contabile la fusione va trattata in modo differenziato nel caso in cui questa sia per incorporazione ovvero per unione.

2.6.1. Fusione per incorporazione.

Nella fusione per incorporazione si possono manifestare tre casi differenti:

- la società incorporante detiene già il 100% delle azioni della incorporata;
- la società incorporante non possiede alcuna azione precedente;
- la società incorporante possiede una percentuale di azioni della incorporata, per cui questa a) aumenta il proprio capitale per effettuare il cambio delle azioni che non

possiede oppure b) la società non aumenta il proprio capitale ed invece assegna azioni proprie ai soci dell'incorporata.

Nel primo caso gli effetti sulle azioni/ capitale della incorporante non subisce alcuna variazione poiché i soci della incorporante (A) sono già i soci dell'incorporata (B). Non si potrebbe avere un aumento di capitale poiché si starebbero emettendo azioni proprie per attribuirle a se stessi ed in Italia tale pratica non è legale.

A questo punto, per calcolare le eventuali differenze derivanti da fusione si considera la differenza tra il Costo della partecipazione e il Patrimonio Netto della società incorporata:

se

Costo della partecipazione	<	PN Incorporata	<i>Avanzo</i>
	>		<i>Disavanzo</i>

Nel secondo caso invece, la presenza di differenze viene calcolata in base al valore nominale delle azioni emesse dalla incorporante per i nuovi soci:

se

Valore nominale delle azioni emesse	<	PN Soc. Incorporata	<i>Avanzo</i>
	>		<i>Disavanzo</i>

Infine nel terzo, accadrà quanto segue (hp: A possiede il 70% delle azioni di B):

a) Costo partecipazione 70% azioni	<	PN Società Incorporata	<i>Avanzo</i>
	>		<i>Disavanzo</i>
b) Aumento CS incorporante	<	30% PN Società Incorporata	<i>Avanzo</i>
	>		<i>Disavanzo</i>

Soffermandosi, dunque, sul concetto di differenza da fusione e volendo specificare maggiormente il loro utilizzo nelle operazioni di fusione, si deve sottolineare come

queste possono essere di due tipologie, nello specifico avanzi e disavanzi, (come già visto sopra).

Le voci di avanzo e disavanzo sono generate dalla necessità di pareggio delle poste di bilancio post- fusione. Infatti quando viene deliberata un'operazione di fusione tra due o più società, nel caso in cui l'incorporante sia detentrica dell'intero capitale dell'incorporata, il valore di questa risulta essere racchiusa interamente nel complesso aziendale sotto la voce "Partecipazioni" iscritta nell'Attivo Patrimoniale. Al momento della fusione, l'incorporante elimina tale voce e iscrive nel proprio patrimonio gli elementi attivi e passivi del capitale della società incorporata. Solitamente, però, accade che il Patrimonio Netto di quest'ultima non sarà identico al valore della partecipazione che si trovava iscritta nell'attivo dell'incorporante precedentemente, dunque si verrà a creare una differenza di fusione, detta anche nello specifico, *differenza da annullamento*, che verrà iscritta nell'attivo o nel passivo dell'incorporante a seconda della natura.

Nel caso contrario invece, qualora la incorporante non detenga partecipazioni nell'incorporata, allora dovrà emettere nuove azioni per aumentare il proprio capitale sociale. Anche in questo caso sarà possibile il verificarsi di differenze tra il patrimonio netto della vecchia società e l'aumento di capitale sociale effettuato dalla incorporante, che prenderanno il nome invece di *differenza da concambio*.

Infine nell'ultimo caso, quello di una partecipazione percentuale, essendo questa una via di mezzo tra le precedenti, dovranno essere adoperate entrambe le procedure, dunque, eliminare la partecipazione dall'attivo patrimoniale e aumentare per le percentuale rimanente il capitale sociale che potrebbero anche comportare l'emergere di differenze di fusione positive e negative, che non possano essere compensate e devono essere poste nel bilancio dell'incorporante separatamente.

Differenze di fusione	
Positive	<i>Disavanzi</i>
Negative	<i>Avanzi</i>

Differenze da partecipazione o da annullamento.

Il caso più comune è il verificarsi di una differenza positiva di fusione, dunque di un disavanzo. Tale posta, potrebbe avere vari significati che variano ovviamente in base al caso in questione. Generalmente, infatti, il costo di acquisto della partecipazione è superiore al Patrimonio Netto contabile dell'incorporata poiché da un lato, ai beni di quest'ultima, in occasione del loro acquisto, sono stati attribuiti valori correnti dunque superiori a quelli contabili, dall'altro perché è stato riconosciuto un avviamento. Risulta ragionevole pertanto, considerare che tale maggior valore pagato rispetto a quello contabile, se l'acquisto della partecipazione è recente, possa essere utilizzato per la rivalutazione dei beni ricevuti dall'azienda assorbita oppure per l'avviamento, sempre che quest'ultima valga realmente di più del suo Patrimonio Netto contabile. Potrebbe anche verificarsi, dunque, il caso contrario cioè quello in cui il maggior valore pagato non è giustificato da un maggior valore dell'impresa. Potrebbe quindi essere causato da un investimento sbagliato, oppure da un investimento a prezzi maggiori voluto appositamente per ragioni diverse dal buon affare, come ad esempio la sottrazione dell'azienda ad un concorrente. Ultima ipotesi potrebbe essere quella di una mancata svalutazione di un acquisto avvenuto in passato, sottoposto ad un andamento economico negativo nel corso degli anni. In tutti questi casi, il maggior valore pagato non risulta essere giustificato.

Nel caso invece di presenza di differenze negative, nonché di avanzi di fusione, può voler dire essenzialmente due cose:

- il valore della partecipazione iscritta in bilancio sottostima il valore dell'azienda assorbita. In questo caso l'avanzo va correttamente iscritto fra le riserve di capitale della società incorporante;

- il patrimonio netto dell'incorporata è sovradimensionato, rispetto al suo valore effettivo. In questo caso è più corretto utilizzare tale valore per rettificare in negativo i valori dei beni dell'azienda assorbita o per aumentare le sue passività presentate in modo non adeguato.

Differenze da concambio.

Le differenze da concambio emergono dalla mancata corrispondenza tra l'aumento di capitale della incorporante e il patrimonio netto contabile della società incorporata.

La motivazione alla base di questa mancata corrispondenza di valori, nella decisione di aumento del capitale sociale, risiede nella considerazione della proporzione esistente tra i valori effettivi delle due aziende oltre che dell'entità del capitale della società incorporante pre-fusione, piuttosto che del capitale nominale della società assorbita. Dunque, se la differenza è positiva, al contrario di quella da partecipazione, non corrisponde all'eccedenza del valore economico della società incorporata rispetto al valore del suo Patrimonio Netto, e verrà utilizzata in diminuzione del valore delle riserve o in mancanza come posta negativa del Patrimonio Netto.

Se invece queste risultano essere negative, possono essere incluse tra le riserve come "fondo sovrapprezzo da concambio".

Occorre ricordare a tal proposito quanto esplicitato precedentemente nel paragrafo relativo alla fiscalità delle operazioni di fusione. F.TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario, volume 2 Parte speciale*, nona edizione rielaborata e aggiornata, UTET 2012: "La fusione è fiscalmente neutra con riguardo alle differenze di fusione, in duplice senso:

- a) Nel senso che avanzi e disavanzi di fusione non hanno rilievo reddituale :
"nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni o quote o dell'annullamento delle azioni o quote di alcuna delle società fuse possedute da altre";
- b) Nel senso che il disavanzo può essere utilizzato, nel bilancio della società incorporante o risultante dalla fusione, per rivalutare civilisticamente, ma non anche fiscalmente, i beni provenienti dalla società fusa o incorporata.

Ipotizziamo ora, a titolo di esempio, la seguente situazione patrimoniale di due società che decidono di optare per una fusione per incorporazione ma che *non abbiano alcun rapporto di partecipazione*.

SP di A		SP di B	
Att. Econ.	Debiti div.	Att. Econ.	Debiti div.
2800	2100	1600	1500
Att. Fin.	Capitale Netto	Att. Fin.	Capitale netto
800	-	900	-
	Capitale Sociale		Capitale sociale
	1000		800
	Riserve		Riserve
	400		150
	Utili in corso		Utili in corso
	100		50

PN di A = 1500

PN di B = 1000

Ipotizzando che, ai fini della determinazione del rapporto di cambio, il capitale sociale di entrambe le società sia costituito da azioni del valore nominale di 1euro cadauno. Le valutazioni delle aziende vengono fatte in base alla loro capacità di produrre risultati positivi, sia in termini di reddito (*metodi reddituali*), sia in termini di flussi di cassa (*metodi finanziari*), in relazione alla loro capacità prospettica. Occorre puntualizzare però, che nei casi in cui il valore non può essere determinato in base a questi metodi per lo più prospettici, sono applicati metodi più rigorosi e obiettivi, detti *metodi patrimoniali*, che esprimono il bilancio a valori correnti. Inoltre altre tipologie di metodi valutativi applicati sono i *metodi patrimoniali complessi*, e i *metodi misti*, nello specifico i primi utilizzati quando ai valori dei beni in bilancio vengono aggiunti i valori dei beni immateriali, mentre i secondi risultano essere una via di mezzo tra i metodi patrimoniali e quelli reddituali descritti in precedenza.

A tal punto, per quantificare il numero di azioni che la società incorporante A deve emettere a favore dei nuovi soci, occorre determinare il corretto rapporto di cambio:

$$\frac{\text{Valore economico di A}}{\text{n° azioni di A}} = \frac{1600}{1000} = 1,6$$

Dunque il valore di ciascuna azione di A è di 1,6.

La quantità di azioni è ricavato dal valore del Capitale sociale, infatti avendo un valore di 1000 il CS e le azioni avendo un valore nominale di 1 euro cadauno, il numero delle azioni sarà indubbiamente pari a 1000.

Per calcolare il numero totale delle azioni da emettere, avendo adesso il valore economico unitario delle azioni di A, possiamo fare quanto segue:

$$\frac{\text{Valore economico di B}}{\text{Valore economico unitario di un'azione di A}} = \frac{2000}{1,6} = 1250$$

$$\frac{\text{Nuove azioni da emettere}}{\text{Vecchie azioni società B}} = \frac{1250}{800} = \frac{25}{16} = 1,5625$$

Oppure in alternativa

$$\frac{\text{Valore economico di un'azione di B}}{\text{Valore economico di un'azione di A}} = \frac{2,5}{1,6} = 1,5625$$

Riassumendo:

- n° totale di azioni da emettere: 1250
- rapporto di cambio: 1,5625 (per ogni 25 azioni di A dovrò cambiare 16 azioni di B)
- valore economico unitario di un'azione di A: 1,6
- valore economico unitario di un'azione di B: 2,5

$$\begin{aligned} \text{Differenze di fusione} &= \text{Aumento CS di A} - \text{Pn di B} \\ &= 1250 - 1000 = 250 = \text{valore positivo} = \text{Disavanzo} \end{aligned}$$

Occorre sottolineare che dal punto di vista economico non ci sarebbero differenze di fusione, ma le valutazioni vengono fatte a valori contabili e non

economici. Nella valutazione dunque non emergono i valori economici, poiché al contrario, sia da parte dell'aumento di capitale, sia delle attività e passività la differenza si annullerebbe.

Passiamo ora, all'analisi dell'operazione dal punto di vista delle scritture contabili in capo all'incorporante:

Scritture dell'incorporante

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale	1250	1250
Att. Econ.			1600	
Att. Fin.			900	
	a	Pass. Div.		1500
	a	Soc. B c/ fusione		1000
Soc. B c/fusione			1000	
Disavanzo di fusione			250	
	a	Azioni sottoscritte		1250

Sappiamo che secondo le normative vigenti, l'avviamento può essere iscritto in bilancio solo se acquisito a titolo oneroso, e questo risulta essere uno dei casi specifici. Infatti, si ricordi che il disavanzo di fusione può essere utilizzato sia per la rivalutazione dei beni acquisiti dalla società incorporata, sia per l'avviamento.

SP post- fusione			
Att. econ.	4400	Deb. Div.	3600
Att. Fin.	1700	CS	2250
Disavanzo	250	Riserve	400
		Utile d'esercizio	100

Al contrario, invece, se avessimo una differente situazione nel valore attribuito alle due società, fermo restando le condizioni poste precedentemente, per cui:

Valore società A = 2000

Valore società B = 1200

$$\frac{\text{Valore economico di B}}{\text{Valore economico di un'azione di A}} = \frac{1200}{2} = 600$$

$$\frac{\text{Nuove azioni emesse da A}}{\text{N° vecchie azioni di B}} = \frac{600}{800} = \frac{3}{4}$$

$$\frac{\text{Differenze di fusione}}{\text{Differenze di fusione}} = \frac{600 - 1000}{-400} = \frac{-400}{-400} = 1$$

$$\frac{\text{Differenze di fusione}}{\text{Differenze di fusione}} = \frac{600 - 1000}{-400} = \frac{-400}{-400} = 1$$

$$\begin{aligned} \text{Differenze di fusione} &= \text{Aumento CS di A} - \text{Capitale Netto contabile di B} \\ &= 600 - 1000 = -400 = \text{valore negativo} = \text{Avanzo} \end{aligned}$$

Scritture contabili dell'incorporante

Azioni sott.	a	Capitale sociale	600	600
Att. Econ.			1600	
Atti. Fin.			900	
	a	Pass. Div.		1500
	a	Soc. B c/ fusione		1000
Soc. B c/fusione			1000	
	a	Azioni sott.		600
	a	Avanzo di fusione		400

SP post- fusione				
Att. Econ.	4400	Deb. Div.	3600	
Att. Fin.	1700	Capitale sociale	1600	
		Riserve	400	
		Avanzo di fusione	400	
		Utile d'esercizio	100	

Considerando ora, il caso in cui la società incorporante detenga una *percentuale di partecipazione*, ad esempio pari al 60%, della società che intende incorporare.

In questo caso la società, deve emettere azioni solo per il restante 40% che non possiede ed annullare il 60%, facendo emergere così due differenze di fusione distinte.

Si supponga che gli stati patrimoniali delle due società siano i seguenti:

SP società A				SP società B			
Att. Econ.	2800	Pass. Div.	2700	Att. Econ.	1600	Pass. Div.	1500
Partecipazioni	900	Capitale sociale	1000	Att. Fin.	900	Capitale sociale	800
Att. Fin.	500	Riserve	400			Riserve	150
		Utile in corso	100			Utile in corso	50

Il valore attribuito alla società A sarà pari a 2000, mentre quello attribuito alla società B sarà uguale a 1200. Il valore nominale di entrambe le azioni sarà pari ad 1 euro cadauna. La determinazione del rapporto di cambio verrà condotta come segue:

$$\frac{\text{Valore economico di A}}{\text{N° di azioni costituenti il CS di A}} = \frac{2000}{1000} = 2$$

$$\frac{\text{Valore economico di B}}{\text{Valore economico unitario di un'azione di A}} = \frac{1200}{2} = 600$$

Se A non possedesse azioni di B allora il numero totale della azioni da emettere sarebbe pari a 600. Tuttavia, A possiede il 60% della azioni di B , motivo per cui il numero totale delle azioni che emetterà sarà pari a 240 nonché il 40% di 600.

<i>Differenze di fusione</i>			
Costo della partecipazione	900	Aumento CS di A	240
-60% del Pn di B	600	-40% del Pn di B	400
<i>Disavanzo di Fusione</i>	<i>300</i>	<i>Avanzo di Fusione</i>	<i>160</i>

Scritture dell'incorporante

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale	240	240
Att. Econ.			1600	
Att. Fin.			900	
	a	Passività diverse		1500
	a	Soc. B c/ Fusione		1000
Soc. B c/ fusione			600	
Disavanzo di fusione			300	
	a	Partecipazione in B		900
Soc. B c/ fusione			400	
	a	Azioni sott.		240
	a	Avanzo di fusione		160
Att. Econ.	a	Disavanzo di fusione	300	300

SP post- fusione				
Att. Econ.	4700	Pass. Div.	4200	
Att. Fin.	1400	Capitale sociale	1240	
		Riserve	400	
		Avanzo di fusione	160	
		Utile in corso	100	

N.B. Nelle attività economiche è ricompreso il disavanzo di fusione (300).

2.7. Azioni dell'incorporante possedute dall'incorporata

Un caso di particolare interesse risulta essere quello in cui, la società A incorpora la società B, e quest'ultima detiene una partecipazione nella prima.

Queste azioni possono essere :

- vendute prima della fusione, e dunque non impattare sull'operazione stessa;
- oppure partecipare alla valutazione economica delle società possedute e quindi alla determinazione del rapporto di cambio.

Nel caso in cui non si opti per la vendita delle azioni, e dunque la valutazione economica dovrà includere anche tali azioni, è possibile procedere alternativamente come segue:

- 1) Utilizzo come azioni proprie per il concambio con le azioni della società incorporata;
- 2) Utilizzo per la riduzione del capitale sociale della stessa società incorporante mediante loro annullamento;
- 3) Mantenimento tra le attività della società incorporante alle condizioni previste dagli artt. 2357 e segg.

Consideriamo ora , per meglio comprendere le possibili alternative di azione, il seguente esempio:

SP società A		SP società B	
Att. Diverse 1880	Pass. Div. 800	Att. Diverse 960	Pass. Diverse 700
	Cap. Soc. 900	Azioni di A	Cap. Soc. 300
	Riserve 180		Riserve 60

Supponendo che :

- Il numero della azioni di A possedute da B sia pari a 50;
- Il valore economico attribuito alle due società sia rispettivamente 2250 per A e 600 per B;
- Il valore nominale delle azioni di entrambe sia sempre pari a 1.

Utilizzo della partecipazione per il concambio

Nel primo caso il punto di partenza, dal punto di vista contabile, sarà quello della contabilizzazione delle azioni totali che A dovrebbe emettere nella sua veste di incorporante.

$$\frac{\text{Valore Econ di A}}{\text{N° azioni di A}} = \frac{2250}{900} = 2,5$$

$$\frac{\text{Valore economico di B}}{\text{Valore Econ. Unit. di 1 azione di A}} = \frac{600}{2,5} = 240 = \text{n° totale di azioni}$$

$$\begin{array}{rcl} \text{N° totale di azioni} & & 240 \\ - \text{azioni proprie} & & 50 \\ \hline = \text{n° di nuove azioni da emettere} & & 190 \end{array}$$

Una volta calcolato il numero totale delle azioni da emettere, si utilizza il peso percentuale rispetto alle azioni totali (che in mancanza di azioni proprie sarebbero state emesse dalla incorporante) per mettere in risalto l'eventuale presenza di differenze di fusione.

$$190/240 = 79,17\%$$

$$50/240 = 20,83\%$$

$$\text{Rapporto di cambio} = \frac{\text{Nuove azioni da emettere}}{\text{Vecchie azioni di B}} = \frac{240}{300} = \frac{4A}{5B}$$

Due differenze di fusione:

1) Per le nuove azioni emesse

Valore nominale delle nuove azioni	190
Quota corrispondente del PN di B (79,17% di 360)	285
Avanzo di fusione	95

2) Per le azioni proprie

Valore contabile delle azioni proprie	100
Quota corrispondente del PN di B (20,83%)	75
Disavanzo di fusione	25

Scritture dell'incorporante

Azioni da cambiare	a	Capitale Sociale	190	190
Att. Diverse			960	
Partecipazioni in A			100	
	a	Pass diverse		700
	a	Soc. B c/ fusione		360
Azioni proprie	a	Partecipazioni in A	100	100
Soc. B c/ fusione			285	
	a	Azioni da cambiare		190
	a	Avanzo di fusione	95	
Società B c/ fusione			75	
Disavanzo di fusione			25	
	a	Azioni proprie		100

<i>SP post- fusione</i>			
Att. Div.	2840	Pass. Div.	1500
Disavanzo di fusione	25	Capitale sociale	1090
		Riserve	180
		Avanzo di fusione	95

Utilizzo per la riduzione del capitale sociale dell'incorporante

Nel secondo caso, si riportano unicamente le scritture contabili dell'incorporata essendo le premesse uguali al caso precedente, come anche la contabilizzazione del rapporto di cambio.

Azioni sottoscritte	a	Capitale Sociale	240	240
Att. Econ			960	
Partecipazioni			100	
	a	Pass. Div.		700
	a	Società B c/ fusione		360
Azioni proprie	a	Partecipazioni	100	100
Soc. B c/ fusione			360	
	a	Azioni Sott.		240
	a	Avanzo di fusione		120
Capitale Soc.			50	
Fondo di riserva			50	
	a	Azioni proprie		100

<i>Capitale sociale pre-fusione</i>	900			
<i>+ Aumento CS per fusione</i>	240			
<i>-Riduzione per annullamento</i>	50	=	1090	<i>CS post-fusione</i>

SP post- fusione

Att. Div.	2840	Pass. Div.	1500
		Capitale soc.	1090
		Riserve	130
		Avanzo di fusione	120

Mantenimento delle partecipazioni reciproche come azioni proprie

Nel terzo e ultimo caso, la disciplina applicata per la valutazione delle azioni proprie possedute dall'incorporata è quella dell' artt. 2357, bis e ter del Codice Civile che recita quanto sotto riportato:

Art. 2357. Acquisto delle azioni proprie.

La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai 18 mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

Il valore nominale delle azioni acquistate a norma del primo e secondo comma dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio non può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tale fine anche delle azioni possedute da società controllate.

Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo le modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto.

In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione di capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446 secondo comma.

Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona.

Art.2357 bis. Casi speciali di acquisto delle azioni proprie.

Le limitazioni contenute nell'articolo 2357 non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga:

- 1) In esecuzione di una delibera dell'assemblea di riduzione del capitale , da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni;*
- 2) A titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate;*
- 3) Per effetto di successione universale o di fusione o scissione;*
- 4) In occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate.*

Se il valore nominale delle azioni proprie supera il limite della quinta parte del capitale per effetto di acquisti avvenuti a norma dei numeri 2), 3), e 4) del primo comma del presente articolo, si applica per l'eccedenza il penultimo comma dell'articolo 2357, ma il termine entro il quale deve avvenire l'alienazione è di tre anni.

Art. 2357 ter. Disciplina delle proprie azioni.

Gli amministratori non possono disporre delle azioni acquistate a norma dei due articoli precedenti se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità. A tal fine possono essere previste, nei limiti stabiliti dal primo e secondo comma dell'articolo 2357, operazioni successive di acquisto di alienazione. Finché le azioni restano in proprietà della società, il diritto agli utili e il diritto di opzione sono attribuiti proporzionalmente alle altre azioni. Il diritto di voto è sospeso, ma le azioni proprie sono tuttavia computate ai fini del calcolo delle maggioranze e delle quote richieste per la costituzione e per le deliberazioni dell'assemblea. Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio il computo delle azioni proprie è disciplinato dall'art. 2368, terzo comma.

Una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni non siano trasferite o annullate.

Dunque, l'operazione che verrà seguita in questo caso sarà quello della creazione di una Riserva apposita, detta Riserva Azioni proprie dal Valore Economico pari a quello delle azioni proprie esistenti.

SP post- fusione

Att. Econ.	2840	Pass.div.	1500
Azioni proprie	100	Cap. Soc.	1140
		Riserva acquisizione	
		Azioni proprie	100
		Riserve	80
		Avanzo di fusione	120

Azioni proprie nell'incorporata

Secondo l'art. 2504 ter del Codice Civile:

La società che risulta dalla fusione non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società partecipanti alla fusione possedute, anche per il tramite di società fiduciarie o di interposta persona, dalle società medesime.

La società incorporante non può assegnare azioni o quote in sostituzione di quelle delle società incorporate possedute, anche per il tramite di società fiduciaria o di interposta persona dalle incorporate medesime o dalla società incorporante.

La motivazione alla base di tale articolo risiede nel fatto che , l'estinzione della società incorporata a seguito della fusione fa venire meno anche la sua capacità di trasformare le azioni proprie in denaro comportando, per ciò stesso, l'impossibilità di riconoscere una valore a quei titoli.

Se la società incorporante acquistasse azioni proprie tramite il concambio con le azioni proprie dell'incorporata, allora gli stessi titoli non sarebbero emessi sulla base della valutazione di queste ultime, ma in funzione della stima della capacità di vendita della stessa incorporante.

2.8. Fusione propriamente detta o per unione

Come abbiamo visto precedentemente la seconda tipologia di fusione che si rintraccia nelle prassi aziendali è quella per unione o propriamente detta. Tale operazione opera l'estinzione delle società esistenti precedentemente, e le sostituisce generando una nuova società che assorbe le altre, subentrando nella titolarità dei loro rapporti in conseguenza all'acquisizione dei loro patrimoni.

Spesso i soggetti economici optano in modo secondario per questa tipologia di fusione, dati gli aggravi fiscali che ne comporta, essendo necessario un nuovo atto costitutivo cui consegue obbligo di pagamento dell'imposta di registro.

Dal punto di vista contabile, i valori rilevanti che comportano la possibilità di far emergere delle differenze di fusione sono quello dell'aumento di Capitale Sociale per la nuova società e quello del Patrimonio Netto contabile della società fusa.

Importante sarà, in questo caso, il procedimento di determinazione delle quote di partecipazione da attribuire a ciascun socio delle società precedenti.

Consideriamo, a titolo di esempio, due società A e B che decidono di optare per un'operazione di fusione per unione costruendo una nuova società C. Gli stati patrimoniali delle due società saranno i seguenti:

SP società A				SP società B			
Att. Econ.	2800	Pass. Div.	2100	Att. Econ.	1600	Pass. Div.	1500
Att. Fin.	800	Cap. Soc.	1000	Att. Fin.	900	Cap. Soc.	800
		Riserve	400			Riserve	150
		Utile	100			Utile	50

Il valore economico attribuito ad A sarà pari a 2000 euro, mentre quello di B sarà uguale a 1200, ed ipotizziamo sempre che il valore nominale di ciascuna azione sia sempre pari ad 1 euro cadauna.

La determinazione e ripartizione del numero totale di azioni da emettere della nuova società viene calcolato in base al peso economico attribuito a ciascuna società.

	Valori economici assoluti	Pesi in percentuale	Nuove azioni da emettere	Numero azioni attribuite
Società A	2000	62,5%	1800totali	1125
Società B	1200	37,5%		675

Tale ripartizione può anche essere fatta nel modo seguente:

$$\text{Val. Econ. Unit. nuove azioni} = \frac{\text{Val. del complesso delle due società} \quad 3200}{\text{Numero delle nuove azioni} \quad 1800} = \frac{\quad}{\quad} = 1,77$$

$$\text{N° azioni da attribuire ai soci di A} = \frac{\text{Valore Econ. Società A} \quad 2000}{\text{Val. Econ. Unit. delle nuove azioni} \quad 1,77} = \frac{\quad}{\quad} = 1125$$

$$\text{N° azioni da attribuire ai soci di B} = \frac{\text{Valore Econ. società B} \quad 1200}{\text{Val. Econ. Unit. delle nuove azioni} \quad 1,77} = \frac{\quad}{\quad} = 675$$

Le differenze di fusione che emergeranno saranno differenti per A e per B. Per la società A, infatti, considerando il valore nominale delle azioni della nuova società emesse a favore dei suoi azionisti, (1125) e il valore del patrimonio netto pre – fusione (1500) emergerà un *Avanzo di fusione pari a 375*; mentre seguendo lo stesso ragionamento per la società B si avrà un *Avanzo di fusione pari a 325*.

Le scritture contabili per la nuova società saranno dunque le seguenti:

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale	1800	1800
Att. Econ.			2800	
Att. Fin.			800	
	a	Pass. Div.		2100
	a	Soc. A c/ fusione		1500
Att. Econ.			1600	
Att. Fin.			900	
	a	Pass. Div.		1500
	a	Soc. B c/ fusione		1000
Soc. A c/ fusione			1500	
	a	Azioni sottoscritte		1125
	a	Avanzo di fusione		375
Soc. B c/ fusione			1000	
	a	Azioni sottoscritte		675
	a	Avanzo di fusione		325

SP post- fusione società C				
Att. Econ.	4400	Pass. Div.	3600	
Att. Fin.	1700	Cap. Sociale	1800	
		Avanzo di fusione di A	375	
		Avanzo di fusione di B	325	

2.9. Gli elementi economici che influenzano la determinazione del rapporto di cambio "teorico".

Fino ad ora, tutti i casi analizzati sono stati posti in modo semplificato, considerando unicamente la presenza di azioni tutte uguali, quindi senza tener conto che nella realtà

economica di un'azienda le partecipazioni presenti possono essere di varia tipologia e natura, con privilegi o meno.

Possono essere dunque molteplici i fattori economici che modificano il rapporto di cambio “teorico” fino a questo momento preso in considerazione nelle varie analisi fatte precedentemente.

Tra le più rinomate, a tal proposito abbiamo:

1) *Tipo e caratteristiche delle azioni o quote scambiate.*

Quando il capitale sociale della incorporante risulta composto da azioni di varie categorie (ordinarie, privilegiate, di risparmio ecc.) il rapporto tra il valore del patrimonio netto e il numero totale delle azioni presenti, determina un valore che non corrisponde effettivamente al valore di nessuna tipologia di azioni, ma più che altro si parla di un valore medio astratto che non trova riscontro nella realtà. Il problema viene risolto in modo distinto, se si parla di società quotate o meno. Nelle quotate, per il calcolo del rapporto fra i valori effettivi delle azioni ordinarie rispetto ad esempio a quelle di risparmio si suppone che questo sia pari al valore del rapporto tra i corsi medi di borsa. In questo modo , tutte le azioni di risparmio vengono ricondotte ad un numero equivalente di azioni ordinarie, e viene calcolato il valore unitario effettivo di ciascuna azione. Ovviamente i corsi di borsa devono prendere in considerazione un periodo abbastanza lungo ed essere significativi, devono cioè essere medi. Per le società non quotate invece, occorre considerare i prezzi di società quotate aventi caratteristiche simili.

Quando si parla di azioni privilegiate, viene innanzitutto utilizzato il principio di omogeneità, per cui al momento del concambio qualora entrambe le società possiedono azioni appartenenti a varie categorie, tale operazione viene fatta principalmente tra azioni della medesima categoria.

2) *Diverso godimento delle azioni o quote.*

Sul rapporto di cambio influisce anche la differente data di godimento fra azioni o quote dell'incorporante ed azioni o quote dell'incorporata.

Ad esempio, nel momento in cui l'incorporante aumenta il proprio capitale sociale al fine di attribuire azioni in concambio, se queste azioni producono

utili sin dall'inizio dell'esercizio non sorge alcun problema, se invece la data di godimento viene fissata in un giorno intermedio dell'esercizio, i soci dell'incorporata subiscono un danno economico perché perdono il dividendo dell'esercizio in corso delle loro società senza ricevere in cambio il dividendo della nuova (se il godimento è fissato al primo giorno dell'esercizio successivo) oppure ricevono un dividendo parziale (se il godimento è fissato in una data intermedia dell'esercizio in corso).

Per risolvere il problema dunque bisogna ritoccare la parità teorica del rapporto, aumentandolo o diminuendolo a seconda dei casi del presunto importo del dividendo che non può essere percepito dai soci.

3) *Conguagli in denaro e raggruppamento delle azioni*

Il conguaglio in denaro all'interno di un'operazione di fusione è ammesso, come stabilito dall'art. 2501-ter, nella misura massima del 10% del valore nominale delle azioni, e può essere utilizzato al fine di ottenere un rapporto di cambio intero e non frazionato tra azioni e quote.

4) *Status di società quotata di tutte o alcune delle società partecipanti alla fusione.*

Lo status di società quotata in borsa influisce sulla determinazione del valore effettivo del patrimonio netto della società interessata, e quindi del valore unitario delle sue azioni e del rapporto di cambio.

Se entrambe le società sono quotate, gli amministratori nel calcolare i rapporti di cambio non possono trascurare i prezzi di mercato delle azioni, tenendo conto anche del rapporto fra i corsi significativi delle azioni. Se invece solo alcune sono quotate, occorre attribuire un maggior valore alla società quotata attribuendole un "premio di quotazione" che si applica al valore unitario delle azioni quotate in una determinata percentuale di esso.

Un criterio razionale per il calcolo del premio di quotazione, consiste nel determinarlo in misura pari alla differenza fra il costo per la raccolta di nuovi mezzi finanziari sostenuto dalle società non quotate rispetto a quello sostenuto

dalle società quotate, espresso in termini percentuali sul valore nominale delle azioni.

Infine, il premio di quotazione può anche essere determinato in una cifra globale che accresce il valore del patrimonio della società quotata.

5) *Presenza di obbligazioni convertibili, di azioni di risparmio convertibili e stock options.*

La presenza di obbligazioni convertibili comporta una complicazione nel procedimento di fusione poiché la società deve:

- Dare la facoltà agli obbligazionisti, con avviso pubblicato nella Gazzetta Ufficiale almeno 90 giorni prima della pubblicazione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di 30 giorni dalla pubblicazione;
- Assicurare agli azionisti che non esercitano la conversione gli stessi diritti posseduti precedentemente alla fusione, a meno che la fusione non sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

Occorre stabilire se esiste o meno la convenienza alla conversione.

Se si ipotizza la conversione di tutti i titoli (ovviamente non può essere prevista la scelta di tutti gli obbligazionisti), nella conversione con metodo diretto provoca un aumento del capitale sociale e quindi del numero di azioni in circolazione sul quale dovrà ripartirsi il valore del patrimonio. Se invece si parla di metodo indiretto, questa non impatta sul numero delle azioni ma solo sul valore del patrimonio.

La convenienza deriva dal confronto del valore di mercato delle obbligazioni in circolazione ed il loro prezzo di esercizio del diritto di conversione.

La conversione influenza ovviamente il rapporto di cambio.

La norma dell'art. 2503 bis, 2° comma² va applicata per analogia ai possessori degli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346 ultimo comma³ ed

² Art. 2503 bis, 2° comma. Ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data la facoltà, mediante avviso da pubblicarsi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana almeno novanta giorni prima della iscrizione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel limite di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.

ai prestatori di lavoro ai quali siano stati attribuiti Stock Options ai sensi dell'art. 2349, 2° comma⁴.

Esempio numerico nel caso di presenza di azioni di diversa tipologia

Ipotizziamo dunque di avere all'interno di una società due tipologie di azioni:

- ordinarie
- di risparmio

Assumendo che le azioni siano quotate in borsa, si parte dal presupposto che il rapporto tra i valori economici delle due azioni sia pari al rapporto dei rispettivi prezzi di borsa. Occorre notare che, i valori economici delle due tipologie di azioni sono frutto di una stima, mentre i prezzi sono frutto di una contrattazione e tengono conto anche di questi valori, dunque difficilmente coincidono con questi ultimi, anzi le differenze possono essere molto ampie infatti non si parla di coincidenza di valore dell'azione con il suo prezzo, ma di coincidenza dei rapporti rispettivamente delle azioni e dei prezzi.

$$\frac{\text{Valore economico di 1 azione ordinaria}}{\text{Valore economico di 1 azione di risparmio}} = \frac{V^1}{V^2}$$

è pari al rapporto tra:

³ Art.2346 ultimo comma. Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione.

⁴ Art. 2349, 2° comma. L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condizioni di esercizio dei diritti attribuiti alla possibilità di trasferimento ed alle eventuali cause di decadenza o riscatto.

$$\frac{\text{Prezzo di borsa di 1 azione ordinaria}}{\text{Prezzo di borsa di 1 azione di risparmio}} = \frac{p^1}{p^2}$$

$$\frac{V^1}{V^2} = \frac{p^1}{p^2} = r \quad \text{da cui} \quad V^1 = V^2 * r$$

Considerando che la media aritmetica ponderata dei valori V^1 e V^2 è pari a:

$$V = \frac{V^1 N^1 + V^2 N^2}{N^1 + N^2}$$

Data la non conoscenza dei due valori economici delle azioni, sostituendo avrò:

$$V = \frac{V^2 r N^1 + V^2 N^2}{N^1 + N^2} = \frac{V^2 (r * N^1 + N^2)}{N^1 + N^2}$$

Cioè

$$V (N^1 + N^2) = V^2 (r * N^1 + N^2)$$

$$V^2 = \frac{V (N^1 + N^2)}{(r * N^1 + N^2)}$$

Determinando dunque il valore di un'azione di risparmio, applicando la prima formula si può agevolmente ricavare il valore di un'azione ordinaria.

Esempio numerico di presenza di obbligazioni convertibili.

Considerando una caso esemplificativo come il seguente:

N° azioni costituenti il Capitale Sociale	10.000.000
Valore economico della società	10.000.000.000

Obbligazioni convertibili:

Valore nominale 1 obbligazione	1.000
N° obbligazioni in circolazione	3.000.000
Valore nominale del prestito	3.000.000.000
Rapporto di conversione	1 azione = 5 obbligazioni
N° azioni corrispondenti	600.000

Valore economico unitario delle azioni:

a) Considerando l'ipotesi di *non conversione*:

$$\frac{\text{Valore economico di fusione}}{\text{N° titoli costituenti il capitale sociale}} = \frac{10.000.000.000}{10.000.000} = 1.000,00$$

b) Considerando l'ipotesi di *conversione*:

$$\frac{\text{Valore economico di fusione} + \text{Valore nominale del prestito}}{\text{N° azioni del CS} + \text{N° azioni corrispondenti alle obbligazioni in circolazione}} = \frac{13.000.000.000}{10.600.000} = 1.226,41$$

Il valore delle azioni aumenta nel caso di conversione di 226,41.

Se gli obbligazionisti convertono le obbligazioni aumentano sia il valore della società sia il numero di azioni facendo cambiare anche il valore economico unitario dell'azione stessa. In questo caso, gli obbligazionisti stanno trasferendo ricchezza alla società e quindi a tutti gli azionisti.

Occorre a questo punto stimare quanto valgono le opzioni possedute dagli obbligazionisti.

A incorporante B incorporata

Rapporto di conversione azioni/ obbligazioni di B = 2 azioni di B / 10 obbligazioni di B

Rapporto di cambio di fusione = 4 azioni di A / 1 azioni di B

Nuovo rapporto di conversione = 8 azioni / 10 obbligazioni

Supponiamo che:

- Numero complessivo di obbligazioni 10.000.000
- N° obbligazioni convertite 2.000.000
- N° obbligazioni in circolazione 8.000.000

Per cui

8 azioni: 10 obbligazioni = x azioni : 8.000.000 obbligazioni

x = 6.400.000

N .B. Se il rapporto tra azioni e obbligazioni fosse stato dispari (es. 4 /5) la proporzione sarebbe stata impostata per tentativi essendo necessario il risultato in numeri interi.

2.10. Elementi di natura extraeconomica che possono determinare un diverso rapporto di cambio.

Gli elementi indicati precedentemente, sono tutti di natura economica ed i loro effetti sul rapporto di cambio sono misurabili e verificabili.

Tuttavia, esistono altri elementi di natura extraeconomica, difficili da rintracciare e difficili da prevedere che influenzano il rapporto di cambio teorico.

Tra questi possiamo ritrovare:

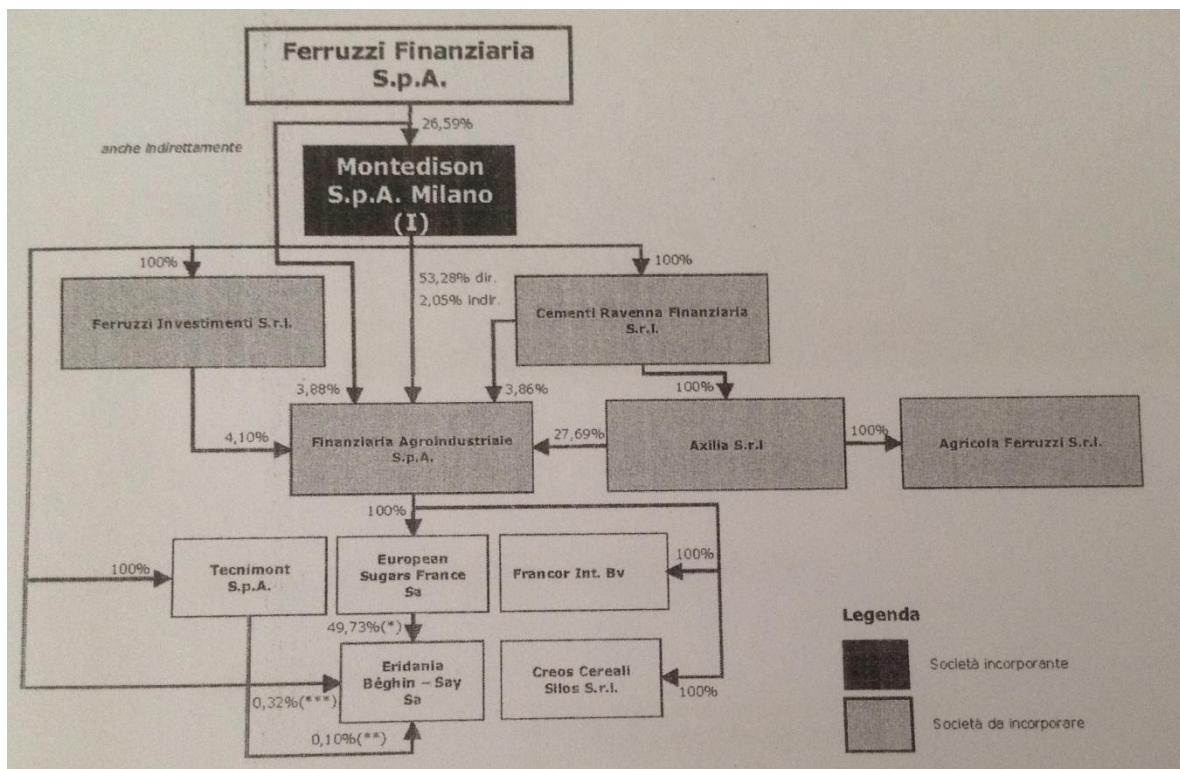
- L'interesse ad eliminare dal mercato un pericoloso concorrente, che giustifica l'offerta ai soci dell'incorporata di un rapporto di cambio a loro più favorevole, per indurli ad accettare la fusione;
- L'interesse a penetrare in un mercato in cui esistono barriere all'entrata;
- La maggior forza contrattuale di una delle parti in causa che riesce ad imporre un rapporto di cambio più favorevole.

A prescindere dal caso specifico, qualunque sia il motivo della divergenza tra il rapporto di cambio teorico e quello definitivo questo deve essere giustificato e sottolineato dagli amministratori nella loro relazione da trasmettere agli esperti, che devono essere correttamente informati al fine di evitare che tale rapporto di cambio sia considerato erroneo.

La Prassi. Il caso Montedison.

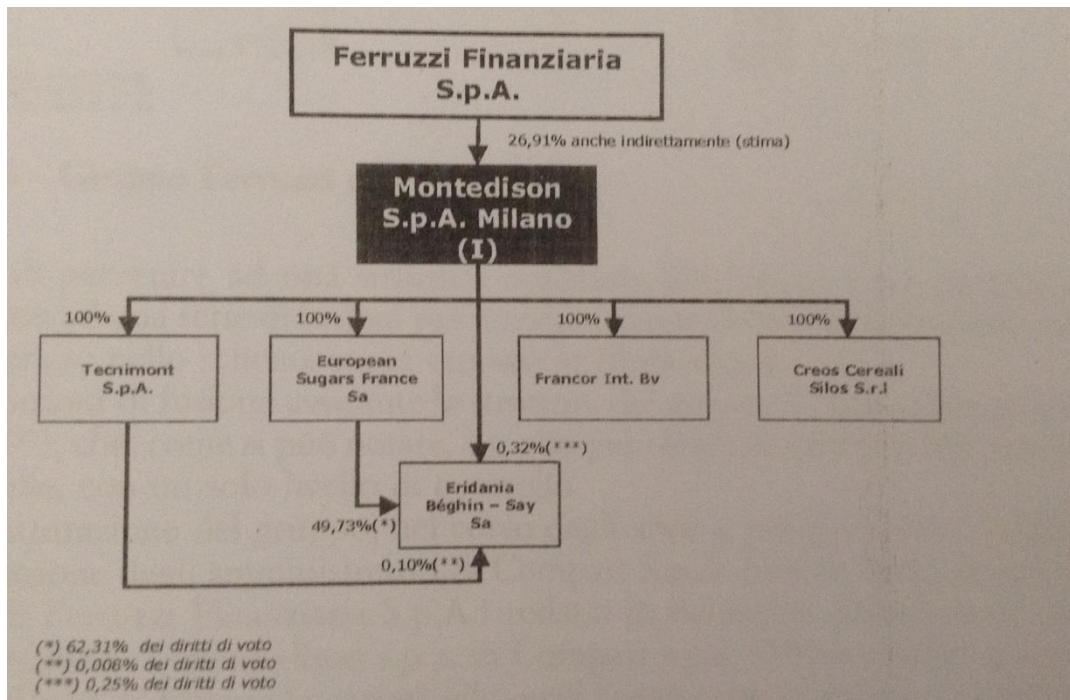
La Montecatini Edison S.p.a. , dal 1966 al 1969, abbreviata poi in Montedison S.p.a. è stata un grande gruppo industriale e finanziario italiano, conosciuto con questo nome fino al 2002, per poi divenire infine Edison.

La situazione del gruppo Ferruzzi /Montedison ante - fusione nel 1987 può essere rappresentato come segue:



Tratto da: G. Savioli, "Le operazioni di gestione straordinaria" Terza edizione, Giuffrè Editore, Milano 2008.

Tale gruppo, al fine di pervenire ad una struttura societaria più lineare e trasparente procedette ad una serie di fusioni per incorporazione delle società che nell'immagine sopra vengono evidenziate in grigio. Infatti a quell'epoca, la struttura societaria del gruppo era molto articolata e complessa, caratterizzata dall'esistenza di più livelli societari che comportavano di conseguenza flussi informativi più lenti, difficoltà di gestione, e percorso di distribuzione dei dividendi alla capogruppo altrettanto lunghi. Le varie operazioni di fusione attuate, portarono la società ad una struttura più lineare, elastica e facilmente gestibile come si può notare dall'immagine sottostante.



Tratto da: G. Savioli, "Le operazioni di gestione straordinaria" Terza edizione, Giuffrè Editore, Milano 2008.

Titolo III:

Operazioni di aggregazione secondo il Codice Civile italiano: i processi di Acquisizione

Capitolo 3. Operazioni di aggregazione aziendale secondo il Codice Civile italiano.

L'acquisizione

3.1. Aspetti generali

L'acquisizione diretta o indiretta di un'azienda costituisce un'operazione attraverso cui l'impresa cerca di perseguire l'obiettivo della creazione di valore.

In economia, con il termine << acquisizione aziendale>> si fa riferimento a qualsiasi modalità con cui si riesce a conseguire il possesso totale o il controllo di un'azienda.

Pertanto, essa comprende sia gli acquisti e gli apporti di pacchetti azionari (totalitari o di controllo) sia gli acquisti e gli apporti di aziende o di rami di aziende (derivanti da conferimenti).

L'obiettivo della crescita dimensionale presuppone indubbiamente una preliminare analisi, della posizione dell'impresa stessa all'interno del suo ambiente di riferimento; pertanto realizzare consapevolmente il suo ruolo, le sue potenzialità, le sue debolezze e da queste elaborare le tendenze evolutive che meglio si adattano alle sue caratteristiche. Condizione fondamentale, dunque, per una crescita profittevole risulta essere la capacità manageriale, che senza dubbio in questi processi ha un ruolo centrale, di cogliere l'esigenza, i tempi e i modi di crescere, e in un secondo momento di riuscire ad avere capacità organizzative coerenti ed idonee a gestire tali processi espansivi, non solo da un punto di vista finanziario ma anche sotto una prospettiva di attenzione alla cultura aziendale e alla professionalità dei soggetti preposti alle varie funzioni aziendali.

Le acquisizioni aziendali si presentano come uno strumento efficiente ed efficace per la realizzazione di quegli obiettivi di crescita interna ed esterna che nel Capitolo 1 si sono dettagliatamente descritti.

3.2. Norme sull'attuazione di un'operazione di acquisizione.

L'acquisizione è un'operazione fortemente complessa e articolata, che se non impostata correttamente e se non tenuto conto di tutte le variabili che possono influenzarne l'andamento, può non avere gli effetti benefici desiderati. La storia economica è piena di casi di fallimenti di questa tipologia di operazioni, proprio per la non curanza spesso avuta dagli operatori economici nell'attuazione di tali meccanismi di crescita.

Gli obiettivi principalmente perseguiti nell'implementazione, sono obiettivi di natura strategica che coinvolgono tutto il complesso aziendale e che nello specifico possono essere riassunti:

- integrazione di tipo *orizzontale*: una crescita interna della propria attività, che permetta di aumentare la propria redditività tramite il perseguimento di economie di scala. Si parla in questo caso di acquisizione di aziende operanti nella stessa fase produttiva;

- integrazione di tipo *verticale*: l'acquisizione di fasi di lavorazione e/o di commercializzazione, in precedenza svolta dai fornitori o dai clienti, con l'obiettivo di aumentare la redditività attraverso l'assorbimento dei cosiddetti costi di transazione;

- *diversificazione*: acquisire nuove attività diverse da quelle precedentemente svolte, per settori merceologici o ambientali, con l'obiettivo di minimizzare il rischio collegato allo svolgimento di un'unica attività, aumentare i profitti e investire gli utili in eccesso, anche per motivi di convenienza fiscale.

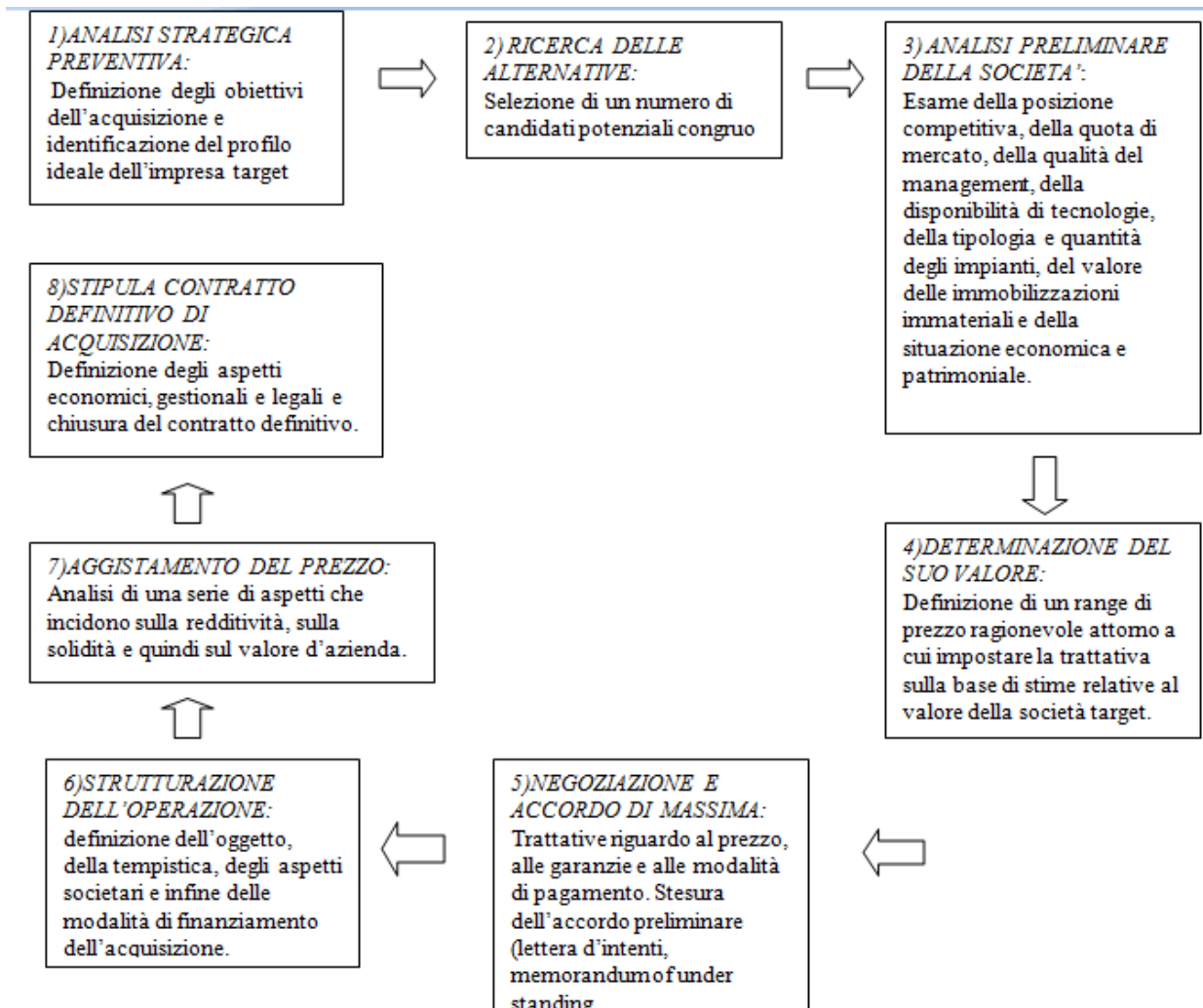
- *eliminazione di un concorrente* attraverso l'acquisizione della sua attività e dei suoi clienti;

- *acquisizione di marchi, brevetti, tecnologie e know how* tramite acquisto di aziende e rami d'aziende che detengono tali fattori produttivi.

Una corretta impostazione dell'operazione di acquisizione prevede che questa venga articolata attraverso fasi successive, sintetizzabili nelle seguenti:

- Analisi strategica preventiva;
- Ricerca delle alternative;
- Analisi preliminare della società obiettivo;
- Determinazione del suo valore;
- Negoziazione e accordo di massima;

- Strutturazione dell'operazione;
- Verifiche e aggiustamento del prezzo (Due Diligence);
- Stipula contratto definitivo di acquisizione.



Tab.1. Rif. "L'acquisizione d'impresa. Le varie tappe dall'approvazione alla fase di chiusura.",
www.borsaitaliana.it 17/10/2008.

Prima fase: Analisi strategica preventiva

Le attività che di solito sono ricomprese all'interno di questa fase di iniziale analisi riguardano:

- l'impostazione strategica;
- la definizione degli obiettivi dell'operazione e del profilo dell'impresa target ideale.

Normalmente il processo di analisi iniziale richiede il supporto della figura professionale del consulente, che provvede all'esame del settore di riferimento, all'analisi soggettiva dell'azienda e quindi la definizione dei suoi punti di debolezza, l'identificazione delle possibili sinergie conseguibili e la verifica della coerenza tra operazione e disegno strategico complessivo.

Tale valutazione preliminare consente in prima battuta, di determinare il grado di compatibilità dell'operazione e i suoi possibili risultati con gli obiettivi stessi della società e le sue prospettive di sviluppo nel medio- lungo termine.

Per quanto concerne, invece, la fase della definizione degli obiettivi, è determinante per identificare il contesto complessivo dell'operazione e la tipologia di società target ideale compatibile con le scelte gestionali relative alla stessa. A tal fine l'attività di targeting risulta essere basilare, e nello specifico si tratta di un'attività volta ad approfondire tutte le caratteristiche della target tra cui dimensione, settore specifico, area geografica di riferimento, ma anche un'analisi dettagliata del timing dell'operazione, il livello dell'investimento complessivo, il prezzo limite dell'offerta, le modalità di finanziamento e le implicazioni sul piano economico finanziario.

Seconda fase: Ricerca delle alternative

Questa seconda fase ha l'obiettivo di trovare sul mercato un numero congruo di candidati potenziali, in modo tale da poter procedere ad una attenta ed accurata selezione tra più alternative possibili.

I criteri più importanti utilizzati sono:

- presenza dei requisiti sostanziali richiesti;
- compatibilità organizzativa;
- fattibilità finanziaria;
- possibilità di contatto.

Da non sottovalutare in questo caso la possibilità e l'importanza di avvalersi di un advisor che permette di trarre numerosi vantaggi:

- opportunità di muoversi con maggiore autonomia sfruttando le conoscenze ed il network disponibile;
- possibilità di sfruttare relazioni privilegiate con interlocutori specifici;
- ampliamento del contesto di ricerca soprattutto in ambito internazionale;

- disponibilità di una documentazione riassuntiva delle informazioni relative alle aziende;
- possibilità di acquisire informazioni sul settore, con relativi commenti e analisi sulle ultime transazioni avvenute.

Terza fase:Analisi preliminare della società

L'analisi preliminare della società obiettivo consiste in una valutazione degli elementi più importanti che la caratterizzano, tra cui ad esempio la sua posizione competitiva e il ruolo di mercato ricoperto, la qualità del suo assetto manageriale, l'eventuale disponibilità di tecnologie, la quantità e lo stato di manutenzione degli impianti ed infine il valore reale delle sue immobilizzazioni immateriali.

È auspicabile inoltre un'attenta analisi delle sue performance economiche finanziarie e patrimoniali, con riguardo al passato e soprattutto riguardo le sue prospettive future. Infine una valutazione delle possibili sinergie che si potrebbero avere una volta ultimata l'operazione.

Questa fase avviene nella cosiddetta data room, cioè quando il venditore ed il suo advisor mettono a disposizione un complesso di informazioni sulla società, utili agli acquirenti in modo tale da poter formulare l'offerta.

Ovviamente il successo della trattativa dipende anche dalla qualità del team di persone che si occupano dell'operazione, ossia aventi capacità di percepire e gestire l'esistenza di situazioni di difficoltà. La gestione dei primi contatti a maggior ragione, è un momento di estrema delicatezza anche per la varietà di situazioni che si possono presentare. Per questi motivi, spesso si preferisce affidarsi a delle società di consulenza che indubbiamente permettono di non esporsi in prima persona e di mostrare il reale interesse all'acquisto.

Una volta dunque avviati i primi contatti e sondate le intenzioni generali, è necessario formalizzare l'accordo tra le parti tramite la cosiddetta *Confidentiality Agreement* nonché una Lettera di Confidenzialità con cui le parti si tutelano da eventuali comportamenti opportunistici e dall'uso distorto delle informazioni.

Quarta fase: Determinazione del valore della target

Le informazioni acquisite permettono di fare una valutazione generica sull'azienda che si intende acquisire valutandone i benefici che si potrebbero trarre.

Si arriva a tal punto, alla definizione di un range di prezzo ragionevole sulla quale impostare la trattativa.

L'analisi si sviluppa sia in termini di valore della target sia in termini di piano finanziario.

Le stime relative al valore si ottengono utilizzando le più consolidate metodologie di valutazione tra cui ad esempio il metodo del Discount Cash Flow, il metodo dei Multipli di borsa o quello delle transazioni comparabili (si parla in questo caso di valore oggettivo dell'azienda) e quantificando le sinergie che l'acquirente è in grado di generare a seguito dell'operazione (dunque valore oggettivo).

Quinta fase: negoziazione e accordo di massima

Nell'analisi, invece, del piano finanziario del progetto viene verificato l'impatto dei flussi monetari complessivi che gravano sull'acquirente per valutare la convenienza complessiva dell'investimento, le possibili forme di finanziamento e di strutturazione dell'operazione nel suo complesso, eventuali interventi di ristrutturazione del passivo, cessioni di attività non strategiche e/o di ricapitalizzazione della target.

Una volta concluse le trattative si giunge ad un accordo preliminare dal contenuto variabile a seconda dei casi e obbligatori solo in determinate situazioni.

La scelta oscilla tra una sintetica lettera d'intenti, essenzialmente non vincolante, un memorandum of understanding, testo più articolato e che definisce già da subito una serie di obblighi a carico delle parti ed infine una vera e propria bozza del contratto finale che può assumere un valore giuridico di preliminare contratto di compravendita.

Sesta fase:Strutturazione dell'operazione

Una volta chiare le modalità con cui attuare l'operazione, fondamentale diventa la modalità di finanziamento con la quale l'acquirente intende affrontarne l'attuazione, verificando il suo impatto e successivi riflessi sulla sua struttura finanziaria. Solitamente le alternative utilizzate sono due: pagamento in denaro (cash o dilazionato nel tempo) o in titoli (sia dell'acquirente, sia di altre società). Spesso si fa ricorso anche per

un'operazione di Leveraged Buy Out (LBO), facendo leva su un grado di indebitamento , garantito in un certo senso dalle attività dell'impresa acquisita.

Nella progettazione dell'operazione, di estrema importanza sembra essere la considerazione degli aspetti fiscali ad essa collegati, dato che i carichi tributari eccessivi rendono inevitabilmente meno interessante ed attrattiva l'operazione.

Dunque alla base, deve perseguirsi un obiettivo di ottimizzazione fiscale.

Il rischio che le controparti possano interrompere, anche in fasi avanzate, le trattative in corso, si attenua soltanto quando si giunge alla stesura della cosiddetta Lettera d'intenti, che indica in modo chiaro e specifico, i criteri utilizzati per la determinazione dei prezzi e le relative modalità di pagamento, oltre che fissare un termine massimo entro cui le parti si impegnano a completare l'operazione di compravendita. La Lettera di Intenti oltretutto, pone anche le basi per i criteri preventivi fissati per lo svolgimento della Due Diligence che devono essere inseriti nella stessa.

Settima fase: Aggiustamento del prezzo

Terminata la prima fase di scambio di informazioni riservate, il venditore consente all'acquirente di avere accesso alle informazioni aziendali e di confrontarle con il pacchetto informativo messo a disposizione in precedenza.

In questa fase gli Advisor svolgono un ruolo di estrema importanza. In estrema sintesi il loro compito consiste:

- nell'identificazione di tutte le criticità contabili, fiscali, legali ecc della società target rispetto al pacchetto di informazioni fornite in precedenza;
- nell'identificazione di valori nascosti e/ o eventuali deal breakers che potrebbero avere impatti notevoli sui termini dell'operazione tra cui il prezzo o le garanzie, e portare ad una interruzione delle trattative.

Questa attività, che viene definita come Due Diligence, permette di comprendere se c'è effettiva corrispondenza tra quello che l'acquirente intendeva comprare e ciò che effettivamente sta comprando. Consente inoltre di comprendere se il prezzo offerto trova effettivi riscontri con il range di prezzo storico e presente dell'azienda e se le prospettive di sviluppo contenute nel Business Plan sono affidabili.

Ottava fase:Stipula contratto definitivo di acquisizione

La definizione degli aspetti economici, gestionali e legali porta alla chiusura del contratto definitivo (closing), con il quale l'operazione si conclude.

Nonostante la vendita si possa considerare ufficialmente conclusa, continua l'impegno dell'acquirente e , nel caso in cui rimanesse socio, del venditore, nelle attività di post-acquisizione, di fondamentale importanza per il successo dell'operazione nel lungo periodo.

3.3. La Due Diligence

Con il termine di derivazione anglosassone Due Diligence (più precisamente Due Diligence Review, nonché verifica della dovuta diligenza) si indica un complesso di attività organizzate con la finalità della raccolta e della verifica, mirata ed analitica, di informazioni svolte sulla società target, entità economica oggetto dell'acquisizione, da parte di soggetti esterni, non vincolati dal governo della medesima.

Non si tratta dunque né di una revisione, né di una certificazione che prevede il rilascio di un'attestazione secondo principi statuiti, ma di un check-up sullo stato di salute dell'azienda oggetto dell'operazione, ad uso:

- dell' *Aquisition Due Diligence*, nonché il potenziale investitore;
- del *Vendor Due Diligence*, nonché del venditore che per primo metterà a disposizione dei potenziali acquirenti la valutazione stessa.

Al fine di mettere a fuoco non solo le condizioni attuali aziendali ma anche le sue potenzialità future, possiamo così riassumere le aree tipiche di attività:

*Mercato e industriale:*consiste nello svolgimento di analisi di prodotti, delle quote di mercato, del posizionamento competitivo, dei processi industriali e dei relativi costi di produzione, del grado di innovazione/ obsolescenza della tecnologia e degli impianti, degli investimenti necessari per ammodernamenti, ampliamenti e per ricerca e sviluppo;

Economico finanziaria: processi di verifica dei dati contabili/gestionali ma anche analisi di attività e passività, e redditività storiche e prospettiche. Inoltre in questa area si parla anche di controllo dell'esposizione con il sistema bancario e calcolo dell'effettiva Posizione Finanziaria Netta, di analisi di disponibilità del Business Plan e di analisi del processo di generazione dei flussi di cassa e la loro sostenibilità nel tempo con relativa verifica delle passività potenziali;

Legale: nonché incentrata sull'analisi dei contratti, sul contesto normativo caratteristico del settore dell'impresa in oggetto, sulla definizione delle garanzie contrattuali e analisi di contenziosi già esistenti;

Fiscale: verifica della situazione fiscale aziendale e delle passività tributarie attuali e potenziali, e studio dei suggerimenti per la struttura fiscale dell'operazione;

Ambientale: individuazione delle possibili passività derivanti dall'area ambientale, analisi del rispetto della normativa in vigore e analisi delle procedure interne previste a norma di legge.

Sistema informativo aziendale: si concentra principalmente nell'analisi dell'efficienza e dell'efficacia del sistema informativo aziendale e nella identificazione di ulteriori investimenti necessari alla capacità di reazione del sistema alle esigenze di business che provengono dall'esterno;

Risorse umane: svolgimento di analisi relative alle condizioni lavorative, di organizzazione e relative al management, della loro remunerazione, e delle relative problematiche con il personale o eventuali rapporti sindacali presenti.

Il processo di Due Diligence è attuato attraverso lo sfruttamento di risorse umane specializzate e ha natura essenzialmente contrattuale.

Una volta individuate, di concerto con il committente, le aree di indagine funzionali all'obiettivo finale dell'attività e in relazione all'operazione desiderata, le fasi esecutive sono così articolate:

- Lettera d'intenti preliminare con la società target ed accordo confidenziale;
- Richiesta di documenti da esaminare;
- Contatti con i consulenti della società target;
- Fase di verifica vera e propria, attuata mediante un approfondito esame della documentazione;
- Predisposizione della bozza di relazione finale, da discutere con il committente, al fine appurare il soddisfacimento degli obiettivi di verifica e delle aspettative di informazione.

Merita una particolare attenzione la considerazione dell'importanza rivestita dalle fasi iniziali, nonché specificamente la Lettera d'Intenti ed il connesso accordo confidenziale con la società target, poiché se non utilizzate le giuste precauzioni al fine della tutela

della riservatezza dell'esecuzione dell'incarico di Due Diligence, al termine di questa, qualora l'acquirente decidesse di non proseguire più nella trattativa, potrebbe avere acquisito dati ed informazioni sull'attività della società target potenzialmente utilizzabili a danno della medesima.

Infine, l'attività di Due Diligence si conclude con la redazione del *Due Diligence Report*, cioè un documento finale, di base analitica, consegnato direttamente al soggetto committente che sulla base delle risultanze emerse potrà anche modificare sostanzialmente le proprie strategie di negoziazione.

Infatti, qualora il report finale evidenziasse passività nascoste, problematiche impreviste e rischi eccessivi potrebbe condurre a sostanziali revisioni di prezzo, ad esempio, o in casi estremi all'interruzione delle trattative, o ancora, se svolta successivamente all'acquisto alla rescissione dal contratto per giusta causa.

Dunque, per evitare problematiche post- acquisto è sempre consigliabile effettuare le operazioni di Due Diligence in via preventiva anche se, specialmente se le parti sono aziende concorrenti, non è sempre possibile avere completo accesso e piena disclosure dei dati sensibili in sede pre- contrattuale.

L'attività di Due Diligence può essere svolta dallo stesso committente, che però nella stragrande maggioranza delle volte affida l'attività a strutture professionali esterne, per i più svariati motivi che possono oscillare dalla mancanza dei fondi necessari, alla mancanza delle competenze richieste.

Il ricorso a professionisti esterni, garantisce in primo luogo l'indipendenza della valutazione, ma anche un'elevata specializzazione o le esclusive competenze tipiche di alcuni professionisti. Questi dovrà certamente svolgere l'incarico affidatogli con ragionevole cura ed attenzione, con competenza e sulla base delle esperienze maturate nel corso del tempo con l'applicazione della deontologia professionale.

Considerando le potenziali numerose aree di indagine e dell'articolazione e dimensione della società target, spesso risulta utile e conveniente rivolgersi direttamente a società di revisione o società di servizi specializzate, che riuniscono al proprio interno le risorse umane e le diversificate professionalità necessarie a condurre e portare a termini incarichi particolarmente complessi.

Chiaramente il costo delle attività ricade sul soggetto che l'ha commissionata e può essere influenzata da una molteplicità di variabili, che a loro volta possono manifestarsi in modo differente a seconda delle situazioni che si presentano. Tra queste l'aspetto negoziale, che comprende la tipologia del cliente, la natura del rapporto in essere e le strategie di acquisizione/ mantenimento dello stesso, costituisce senza dubbio il fattore principale in grado di influenzarne il costo.

3.4. Struttura del contratto di acquisizione

Il contratto di acquisizione rappresenta il momento in cui tutte le controparti vengono alla definizione dei reciproci obblighi, stipulando un contratto che sarà da quel momento in poi la base per la regolazione del loro rapporto.

Il contratto di acquisizione svolge una funzione determinante nella definizione delle garanzie che verranno poste in essere dalle controparti al fine della tutela della propria società e del rapporto stesso.

Il venditore dichiara e garantisce all'acquirente sulla base del bilancio di esercizio o in generale di una situazione patrimoniale allegata al contratto, che deve necessariamente includere una valutazione della consistenza del patrimonio sociale, della sua composizione e un'analisi delle particolari caratteristiche dei beni sociali, al fine di evitare che al termine delle trattative che quanto dichiarato dal venditore possa poi rivelarsi non veritiero e pregiudizievole per l'acquirente stesso.

Mettendo quindi chiaramente in evidenza la struttura di garanzie poste in essere, l'acquirente ha una certezza sulla tutela offertagli da questo strumento per l'ipotesi in cui subentrato nella gestione della target, scopra che il patrimonio di questa ha una consistenza e/o composizione diversa da quella sulla quale aveva fatto affidamento al momento della conclusione del contratto.

È necessario, dunque, che le garanzie siano espresse.

Possiamo mettere in evidenza due tipologie di garanzie:

- *Legal Warranties* sulle partecipazioni;
- *Business Warranties* sul patrimonio e sulle caratteristiche dei beni della target.

Nel primo caso, ci troviamo di fronte ad un sistema di garanzie orientato alle partecipazioni, che riproducono essenzialmente il contenuto dei rimedi di cui agli artt. 1478 ss.

Quando parliamo di Business Warranties , invece, dobbiamo innanzitutto fare una distinzione tra garanzie sintetiche e garanzie analitiche.

Nel primo caso si parla di garanzie che considerano la verità di bilancio e la sussistenza di un determinato patrimonio netto; nel secondo caso invece le finalità sono diverse sotto vari punti di vista, soprattutto l'ampiezza del campo di applicazione, infatti l'acquirente ha interesse che il venditore gli assicuri determinate circostanze che non sarebbero coperte dalle garanzie sintetiche di verità di bilancio. Ulteriore finalità di questa seconda tipologia di garanzie, di certo è la possibilità di diversificazione del regime di responsabilità del venditore che offrono.

Di seguito si riportano le principali garanzie analitiche:

<i>Tipologia</i>	<i>Rischi per l'acquirente</i>	<i>Garanzie fornite dal venditore</i>
SUI CREDITI	-inesistenza dei crediti; -insolvibilità del debitore.	- nomen verum; -adeguatezza del fondo rischi iscritto in bilancio; -nomen bonum.
SUL MAGAZZINO	-quantificazione delle scorte; -che le scorte rimangano invendute.	-criterio di stima utilizzato; -vendibilità delle scorte ad un certo prezzo.
SUI BENI SOCIALI	-evizione; -esistenza di vincoli o diritti altrui; -condizione dei beni.	-piena proprietà e libera disponibilità; -assenza di vincoli; -rispondenza alla normativa in materia di sicurezza; -condizioni di buon funzionamento e idoneità all'uso.
FISCALI E PREVIDENZIALI	Mancato assolvimento degli obblighi fiscali e previdenziali (e correlate sanzioni).	-regolare adempimento di detti obblighi; -esistenza di fondi sufficienti iscritti in bilancio.
LAVORISTICHE	Azioni giudiziarie dei lavoratori.	-regolare adempimento degli obblighi inerenti i rapporti di lavoro; -esistenza di fondi sufficienti iscritti in bilancio (es. per TFR).
ECOLOGICHE	Accertamento di	-inesistenza di

	violazioni della normativa ambientale (provvedimenti amministrativi e azioni risarcitorie).	contestazioni di violazioni; -rispetto della normativa ambientale.
SUI CONTRATTI	-invalidità, inefficacia; -condizioni contrattuali; -esistenza di clausole di c.d. change of control; -inesistenza di inadempimenti della società o della controparte.	-validità, efficacia; -conclusione “a condizioni di mercato”; -inesistenza di clausole o comportamenti che diano motivo di scioglimento.
SUL SENTENZIOSO	Condanna della società al pagamento di somme di denaro	-inesistenza di contestazioni o azioni giudiziarie; -iscrizione in bilancio di fondi sufficienti a coprire il rischio di soccombenza.
SULLA GESTIONE INTERINALE	Alterazioni del valore della società tra la data della situazione patrimoniale di riferimento ed il preliminare e tra il preliminare e il closing.	-attività della società nei limiti dell'ordinaria gestione; -nessuna operazione di straordinaria amministrazione senza il consenso dell'acquirente.

Tab.2. Rif. www.cortellazzo-soatto.it

3.5. Modalità di acquisto

A questo punto, può essere opportuno segnalare brevemente alcune tecniche di acquisto che comunemente vengo utilizzate.

In primo luogo quando si parla di operazioni di acquisizione, una delle modalità più frequenti è senza dubbio il *Rastrellamento*. Con questo termine si intende un'operazione con cui si attuano nei mercati borsistici, in maniera sistematica e continua, acquisti di piccole partite di azioni di una società obiettivo. In questo modo, l'obiettivo è senza dubbio quello di raggiungere in modo strettamente riservato il possesso di una significativa quota di capitale della società.

Abbiamo poi, l'*Offerta Pubblica di Acquisto*, comunemente conosciuta con l'acronimo OPA, che consiste in un'operazione che si effettua quando il capitale di una società è essenzialmente molto frazionato e diffuso largamente presso il pubblico. Riguarda

perciò titoli solitamente quotati, ma indifferentemente casi di assenza di quotazione in mercati regolamentati. In questa tipologia di operazione, tutti i possessori di azioni della società sono invitati a cedere le proprie azioni, tutelando così anche le minoranze che possono cedere le proprie azioni alle stesse condizioni con cui passano di mano partecipazioni di controllo.

L'offerta è chiaramente irrevocabile e indirizzata a conseguire il controllo della società obiettivo, e viene posto a supporto delle transazioni un'ampia documentazione informativa obbligatoria .

L'offerta pubblica di acquisto è obbligatoria , quando un soggetto, anche di concerto con altri, dopo una serie di acquisti a titolo oneroso arrivi a detenere una partecipazione nel capitale sociale della target superiore al 30%. In questo caso scatta un onere, in capo all'acquirente, di acquisto obbligatorio delle restanti quote di capitale, a meno che tale percentuale non sia stata conseguita con una precedente OPA preventiva avente ad oggetto il 60% delle azioni ordinarie, a condizione che l'offerente e i soggetti a esso legati non abbiano acquistato partecipazioni in misura superiore all'1% nei dodici mesi precedenti la comunicazione alla Consob e che l'efficacia dell'offerta sia stata condizionata all'approvazione di tanti soci che possiedono la maggioranza delle azioni ordinarie.

Infine, si parla di *Opa residuale* quando un soggetto detiene una partecipazione superiore al 90% nel capitale di una società quotata, per cui il legislatore, assumendo che il flottante rimasto non sia idoneo ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni, consente un diritto di exit agli azionisti di minoranza e il soggetto acquirente e detentore del 90% deve, o promuovere una offerta pubblica di acquisto sulle azioni residue o ripristinare il flottante necessario entro quattro mesi.

La legge prevede inoltre che chiunque venga a detenere più del 98% delle azioni con diritto di voto, dopo un'OPA avente ad oggetto la totalità delle azioni, ha il diritto di acquistare le azioni residue entro quattro mesi dalla conclusione dell'offerta (diritto di acquisto o squeeze out).

L'*Offerta pubblica di scambio* (OPS) e l' *Offerta pubblica di acquisto e scambio* (OPAS) sono operazioni in cui il corrispettivo che viene offerto a coloro che intendono

cedere corrisponde a titoli della società offerente, e non da denaro, in misura totale o parziale.

La *Permuta* è invece un meccanismo utilizzato per l'acquisto di rami aziendali e di immobilizzazioni, tecniche o finanziarie, che prevede un corrispettivo rappresentato anch'esso da altre immobilizzazioni, anch'esse tecniche o finanziarie.

Altra tipologia, anche se differenziata sotto alcuni aspetti, di offerte pubbliche di acquisto sono quelle *ostili*: queste in genere presuppongono il dissenso dei soci di maggioranza e del management stesso.

Chiaramente il carattere ostile di queste operazioni ha riflessi e conseguenze non solo per l'acquirente, ma anche per la società obiettivo, infatti sono comunemente note varie attività poste in essere al fine di evitare le acquisizioni ostili da parte del management o dei soci di maggioranza.

Nella prassi statunitense, particolarmente, ci possiamo imbattere ad esempio:

- Negli *shark repellents*, cioè clausole statutarie che possono indicare alte maggioranze di voto per deliberare proposte di fusione o dismissioni rilevanti. Maggioranze che lo scalatore troverebbe particolarmente difficili da raggiungere;
- Nei *golden parachute agreements*, che sono dirette ai più alti dirigenti e consistono in clausole riportate nei contratti di lavoro, che prevedono *benefits* o somme in denaro elevate da ricevere in caso di ingresso nella compagine sociale, al di là di una certa percentuale, di nuovi soci o in presenza di licenziamento, revoca di funzioni non giustificate;
- O infine nelle *poison pills*, rappresentate solitamente da azioni privilegiate convertibili distribuite agli azionisti, i cui diritti si attivano nel caso di scalate da parte di terzi, con lo scopo di rendere chiaramente la scalata più onerosa.

Ma la possibilità di opporre resistenza alla scalata può anche semplicemente manifestarsi nella ricerca di concorrenti più graditi, che comunque potrebbero sempre avere il sopravvento sulla società target.

In Italia, invece, oltre queste, è espressamente prevista la *Passivity Rule*, secondo cui, in assenza di apposita autorizzazione assembleare, gli amministratori possono adottare misure difensive anche dopo che l'offerta è stata promossa.

Tuttavia da ricordare anche la cosiddetta regola della neutralizzazione, tramite cui gli effetti generati dalle azioni difensive vengono sterilizzati. Secondo tale prescrizione, le eventuali restrizioni al trasferimento dei titoli o al diritto di voto poste in essere durante il periodo dell'offerta sono inefficaci.

3.6. La valutazione dell'azienda

Il processo valutativo richiede l'integrazione di due competenze fondamentali:

- aziendalistiche, per cogliere gli aspetti sostanziali e le dinamiche del mercato in cui una società si trova immersa, il suo posizionamento competitivo, i riflessi strategici, i punti deboli e quelli di maggior forza ed infine quelli prospettici di sviluppo futuro della stessa;
- di finanza aziendale, per dominare sotto il punto di vista quantitativo situazioni come la scelta dei parametri, i tassi, la volatilità, il costo del capitale, i moltiplicatori, la fondatezza dei modelli e via dicendo.

È chiaro che il valore di un'azienda non potrebbe mai essere considerato come un valore assolutamente puntuale, a dimostrazione di ciò ovviamente l'osservazione che pur avendo uguali informazioni, analisti e professionisti diversi è raro che arrivino a conclusioni identiche.

Dunque si può giungere alla conclusione che, valutare un'azienda significa, più che altro, pervenire ad un range di valori all'interno del quale si colloca la stima del prezzo (che verosimilmente potrebbe raggiungersi in una serie di trattative), che dipende dal potere contrattuale delle parti negoziali, dalle loro aspettative e dalle singole motivazioni.

A questo punto la domanda sorge spontanea: *da cosa dipende il valore di un'azienda?*

Indicare con precisione un fattore da cui il valore di un'azienda possa indiscutibilmente dipendere ed essere influenzato chiaramente è difficile, se non impossibile da identificare. Le considerazioni coinvolgono invece una pluralità di fattori posti alla base

delle valutazioni in tema aziendale, fattori che spaziano da oggettivi, dunque quantificabili con precisione e verificabili, ad altri soggettivi legati piuttosto a delle stime e previsioni future.

Il valore di un'azienda è dunque un dato che deve essere letto e analizzato in chiave prospettica, e da ponderare col grado di incertezza di aleatorietà che caratterizza la stima dei suoi flussi di cassa futuri, che aumenta con la lunghezza dell'orizzonte temporale preso in considerazione.

La rischiosità dei flussi di reddito è ovviamente direttamente proporzionale al tasso di sconto di tali flussi: maggiore la rischiosità, maggiore il tasso di sconto di tali redditi, e di conseguenza maggiore la rischiosità e l'incertezza minore il valore di un'azienda in chiave prospettica.

A seconda quindi, delle caratteristiche aziendali, del contesto di riferimento e degli obiettivi della valutazione possono essere utilizzati diversi criteri, tra loro anche integrabili:

Valutazioni assolute: metodi patrimoniali, reddituali, finanziari e metodo misto patrimoniale- reddituale;

Valutazioni relative: metodi che si basano sui moltiplicatori di mercato o anche detti multipli.

Modello patrimoniale

Anche se ormai caduto in disuso e non viene più tenuto in considerazione tra i modelli valutativi, il modello patrimoniale è una componente rilevante dell'analisi fondamentale e mantiene ancora oggi un ruolo non indifferente nel processo valutativo effettuato tramite altre metodologie di valutazione;

Modello reddituale

Questo modello parte dal presupposto che il valore di un'azienda sia proporzionale alla sua capacità di creare reddito, e quindi questo valore deriva dalla sommatoria dei valori attuali dei flussi di cassa attesi e l'analisi fondamentale si concretizza sia per la quantificazione di tali flussi, sia per la scelta del giusto tasso da utilizzare.

Una distinzione fondamentale è quella tra capacità in atto, nonché quella raggiunta nel passato o quella dimostrabile raggiungibile nel breve termine con ragionevole

probabilità, e la capacità potenziale, quella non ancora raggiunta ma possibile sulla base di ragionevoli assumptions.

Questo modello largamente in uso nei paesi europei è stato via via sostituito da altre tipologie di valutazione come il Discount Cash Flow, indicato con l'acronimo DCF, per i suoi evidenti limiti dati principalmente dalla difficoltà di esprimere nelle componenti reddituali prospettiche gli investimenti, le politiche fiscali e le politiche di bilancio adottate dalla società.

Modello misto patrimoniale- reddituale

Inizialmente indicato come il tipico metodo di stima del valore del capitale economico, possiamo considerarlo come la sommatoria tra due componenti:

Il capitale netto rettificato, desunto dal modello patrimoniale;

E il goodwill (avviamento) che potrebbe anche assumere valori negativi per aziende in perdita, ed in tal caso si parla di badwill.

Modello finanziario

Il modello del Discount Cash Flow è attualmente quello di più largo utilizzo nella prassi moderna.

La base di partenza di questa tipologia di valutazione è la maturata convinzione che il valore di un'azienda sia pari ad una sommatoria tra due elementi, nella fattispecie i *flussi di cassa operativi* (detti anche Free cash flow al lordo degli interessi finanziari) che l'attività economica sarà in grado di generare entro l'orizzonte temporale previsto dal business plan (3-5 anni) ed il cosiddetto *Terminal Value* cioè il valore residuale del complesso aziendale alla fine del periodo di osservazione preso in considerazione, derivante dall'estrapolazione dei risultati attesi oltre tale periodo (capitalizzazione del Free Cash Flow).

A questo valore così determinato, va aggiunto, se del caso, un terzo elemento deducibile dalla stima autonoma di ulteriori elementi patrimoniali e/o attività estranei, o non strumentali, alla gestione caratteristica (ad esempio titoli non quotati, immobili non strumentali ecc.).

Possiamo così definire il valore dell'azienda stimato in questo modo, come *Enterprise Value*, corrispondente al valore di mercato delle sue attività nette.

Per giungere al valore di mercato della società nel suo complesso, considerando cioè il valore delle sue azioni, parlando così dell' *Equity Value*, occorre sottrarre al valore dell' *Enterprise Value* quello della *posizione finanziaria netta* o anche detta *Net Financial Position*.

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} - \text{Net Financial Position}$$

$$\text{Net Financial Position} = \text{Debiti finanziari} - \text{Attività finanziarie liquide}$$

$$\text{Attività finanziarie liquide} = \text{cassa, depositi bancari, titoli quotati ecc.}$$

Metodo dei multipli di mercato

Lo sviluppo negli ultimi tempi di questi strumenti relativi di valutazione, ne ha introdotto l'uso non solo come metodi autonomi, ma anche come metodi da applicare successivamente alle tecniche assolute come strumento di controllo.

La semplicità che i multipli hanno nel loro calcolo e utilizzo ha chiaramente dall'altro lato numerosi inconvenienti se si fa l'errore di sottovalutarne la complessità delle dinamiche economiche – finanziarie sottostanti e potrebbe portare anche a valutazioni distorte.

L'utilizzo di tali strumenti deve dunque essere immerso in un processo valutativo in grado di garantire:

- la sussistenza di un nesso causale tra prezzo e parametro in oggetto;
- che questo nesso sia spiegabile sulla base di una valutazione assoluta;
- che sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- che siano individuabili gli elementi di base utili per la spiegazione delle differenze nei multipli fra imprese comparabili.

Spesso il metodo dei multipli viene utilizzato anche per avere una prima valutazione sintetica, quando non sono disponibili gli elementi per l'elaborazione su basi professionali di una stima assoluta.

In sintesi, il metodo dei multipli di mercato si basa sull'analisi delle quotazioni borsistiche (*stock price*) o dei prezzi di transazioni comparabili operanti nel settore di riferimento. La significatività dei dati è senza dubbio strettamente dipendente

dall'omogeneità del campione, infatti per la scelta delle imprese di comparazione vengono considerati fattori tra i quali il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.

I multipli così calcolati vengono infine applicati alle grandezze economiche e reddituali significative della società oggetto di valutazione. Si otterrà così una stima dell'Enterprise Value utile di conseguenza al calcolo dell'Equity Value come descritto in precedenza.

<i>Multiplo</i>	<i>Rapporti</i>
Multiplo del fatturato	$\frac{\text{Valore di mkt del capitale finanziario} + \text{PFN}}{\text{Fatturato}}$
Multiplo del Margine Lordo (EBITDA)	$\frac{\text{Valore di mkt del capitale finanziario} + \text{PFN}}{\text{EBITDA}}$
Multiplo del reddito operativo (EBIT)	$\frac{\text{Valore di mkt del capitale finanziario} + \text{PFN}}{\text{EBIT}}$

Tab. 3 Guida M&A, Come valutare, acquistare e cedere un'azienda, AIFI.

Soffermandosi particolarmente, sui due modelli che nella prassi odierna vengono usati principalmente ovvero DCF e Modello dei Multipli di mercato, spesso i risultati a cui si perviene possono essere molto differenti tra di loro trattandosi uno di una valutazione relativa e l'altro assoluta. Tuttavia possiamo osservare come un valore calcolato col metodo del DCF che risulti superiore rispetto a quello risultante dall'applicazione dei multipli di mercato generalmente manifesta un'ipotesi del business plan di elevata crescita dei risultati economici di medio – lungo periodo di difficile sostenibilità e aleatoria realizzazione, o comunque non in linea con il sentiment di mercato. Questo accade perché i multipli incorporano le performance borsistiche di società comparabili e di conseguenza sono variabili nel tempo, ma essenzialmente riportano nel valore della società una quantificazione dei risultati economici già realizzati e di quelli che presumibilmente si raggiungeranno nel medio periodo in base alla stima degli analisti per il settore di appartenenza.

3.7. Prezzo di vendita e valore.

Secondo un punto di vista assolutamente teorico, se ci trovassimo in una situazione di assenza di asimmetrie informative e tutti gli operatori all'interno del mercato avessero le stesse informazioni, allora sarebbero in grado di stimare correttamente i flussi di reddito e la loro volatilità, e di conseguenza il valore dell'azienda calcolata sarebbe pari al suo prezzo di mercato.

Nella realtà tuttavia, le offerte di prezzo che genericamente provengono per l'acquisto di un'azienda sono molteplici e aventi valori differenti tra loro, e questo accade perché:

- I soggetti interessati all'acquisto dell'azienda si basano su previsioni diverse dei flussi di reddito e della rischiosità dell'azienda, effetto ovviamente di una diversità di informazioni possedute e delle diverse assunzioni considerate;
- I soggetti acquirenti definiscono il prezzo d'acquisto non solo sulla base del valore dell'azienda in sé, come realtà indipendente (stand alone), ma anche considerando il valore di una serie di elementi correlati al processo di acquisizione, che lo possono incrementare o diminuire.

Chiaramente i diversi prezzi di vendita possono essere diversi in relazione alle motivazioni alla base dell'acquisto e anche dalla tipologia di acquirente. Possiamo distinguere due tipologie gli acquirenti:

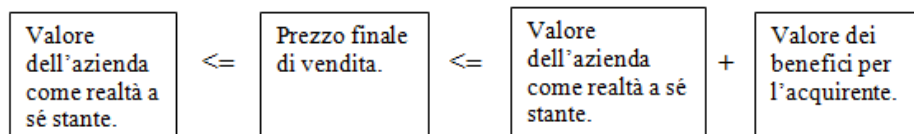
- Acquirente finanziario o *financial buyer*: tipicamente fondi di private equity o holding finanziarie di investimento.

Solitamente le motivazioni alla base dell'acquisto dipendono dal fattore temporale e dall'obiettivo di una rapida crescita del valore che può avvenire nei seguenti modi:

- supporto del management della società acquisita con risorse finanziarie e competenze diversamente non disponibili;
- ottimizzazione della struttura finanziaria della società;
- guida dell'azienda in un processo di ristrutturazione e/o sviluppo;
- acquisizione in sequenza di altre aziende concorrenti (strategia d'investimento buy and build);
- individuazione della tempistica e delle modalità più opportune per il disinvestimento (way out)

- Acquirente industriale o *strategic buyer*: tipicamente un concorrente o un'azienda operante nella stessa filiera commerciale/ produttiva.
Solitamente le ragioni alla base dell'acquisto sono strettamente strategiche e legate al business oggetto di acquisizione:
 - quote di mercato;
 - economie di scala;
 - integrazione verticale/ orizzontale;
 - sinergie commerciali;
 - sinergie realizzabili tramite la combinazione/ integrazione di risorse complementari tra la propria attività e quella acquisita;
 - riduzione delle inefficienze.

Ogni acquirente , dunque, attribuisce un determinato peso e valore, in base alle proprie caratteristiche personali e in base alle proprie motivazioni: evidente come le valutazioni e il valore dell'azienda possano essere per ognuno diversi e di conseguenza ognuno di loro essere disposto a pagare un ammontare differente.



La posizione all'interno di questo intervallo sopra evidenziato del prezzo di vendita, dipende dal potere contrattuale delle parti: più una tra le due è più forte, più il prezzo di vendita sarà a suo favore.

Il potere contrattuale può dipendere da varie motivazioni, come ad esempio le caratteristiche esclusive delle parti.

È quindi indubbiamente chiaro che, nelle trattative un'astuta strategia negoziale gioca un ruolo determinante e l'assistenza di un advisor di alto livello e di grande esperienza potrebbe fare la differenza.

3.8. Vantaggi e svantaggi

Nonostante tutti gli effetti positivi e i vantaggi che le operazioni di acquisizione aziendale possono comportare, e di cui già abbiamo ampiamente parlato in precedenza, i rischi connessi a tali scelte organizzative e gestionali possono essere molti.

Generalmente le maggiori difficoltà si incontrano nelle seguenti situazioni:

- Difficoltà ad integrare le due società/ attività (è più facile integrarle se operano nel medesimo business, è più rischioso se operano in business correlati o diversi);
- Formule imprenditoriali non sempre ripetibili in contesti diversi;
- Non tutte le competenze nuove sono facilmente sfruttabili o comunque facilmente integrabili;
- Possibile sottostima degli investimenti necessari e dei tempi di raggiungimento degli obiettivi;
- Possibilità di incontrare problemi a livelli di integrazioni di culture aziendali diverse;
- Possibilità di bruciare le risorse generate in anni pregressi.

Dunque, possiamo osservare che chiaramente nessuna situazione e nessuna decisione comporta assenza di effetti sotto qualsiasi punto di vista, possiamo ad esempio rintracciare ulteriori vantaggi anche dal punto di vista fiscale come l'eventuale possibilità di incrementare l'indebitamento, infatti ciò conduce ad una maggiore deducibilità degli interessi passivi o anche alla possibilità di utilizzare perdite pregresse della società acquisita per ridurre l'onere tributario complessivo della società acquirente.

Capitolo 4. Processi di acquisizione aziendale tramite operazione di Cessione.

Descrizione della disciplina applicata secondo il Codice Civile italiano.

La cessione

4.1. Aspetti generali

La cessione d'azienda, che rientra tra le tipiche operazioni di gestione straordinaria, consiste nel trasferimento del diritto di esercizio di una data azienda (chiaramente si parla di un diritto distinto da quello sui beni che la compongono) ad altro soggetto economico e/o giuridico.

Normalmente è generata a seguito di attività di compravendita, successione o donazione e può derivare anche da affitto ai sensi dell'art. 2562⁵ del codice civile, dato che ciò che conta è che vi sia l'idoneità dei beni aziendali trasferiti a consentire la prosecuzione dell'attività ceduta, o ancora può derivare dall'usufrutto ai sensi dell'articolo 2561⁶ del codice civile.

⁵ Art. 2562. Affitto dell'azienda.

Le disposizioni dell'articolo precedente si applicano anche nel caso di affitto dell'azienda.

⁶ Art. 2561. Usufrutto dell'azienda.

L'usufruttuario dell'azienda deve esercitarla sotto la ditta che la contraddistingue.

Egli deve gestire l'azienda senza modificarne la destinazione e in modo da conservare l'efficienza dell'organizzazione e degli impianti e le normali dotazioni di scorte.

Se non adempie a tale obbligo o cessa arbitrariamente dalla gestione dell'azienda, si applica l'articolo 1015.

La differenza tra le consistenze d'inventario all'inizio e al termine dell'usufrutto è regolata in danaro, sulla base dei valori correnti al termine dell'usufrutto.

La cessione è un'operazione unitaria, generalmente finalizzata a permettere ad un terzo la continuazione dell'impresa. L'operazione può riguardare l'intera azienda o più aziende possedute dallo stesso imprenditore, ovvero un solo ramo dell'azienda oggetto di cessione.

La principale distinzione di questa operazione straordinaria rispetto alle altre, è che questa non prevede corrispettivo in azioni, ma in denaro.

Il soggetto cedente dunque, non avrà più alcun genere di collegamento con l'azienda ceduta, perché non vengono attribuite in cambio azioni o quote come si verificava nelle operazioni di fusione.

4.2. Aspetti civilistici

Ponendo particolare attenzione, per l'inizio dello studio di questa tipologia di operazione aziendale, sulle principali norme di riferimento che generalmente vengono applicate nella realizzazione possiamo sottolineare la normativa prevista dall'art.2556 del codice civile che recita:

“Imprese soggette a registrazione. Per le imprese soggette a registrazione (2195) i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto (2581,2725) salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto (1350).

I contratti di cui al primo comma , in forma pubblica o per scrittura privata autenticata, devono essere depositati per l'iscrizione nel registro delle imprese (2188) nel termine di trenta giorni, a cura del notaio rogante o autenticante. ”.

Risulta dunque chiaro come l'atto di cessione richieda quella che è una data certa e forme di pubblicità proprio tipiche degli atti pubblici e delle scritture private autenticate.

Seguendo la successione degli articoli relativi alle operazioni in questione, l'art. 2557⁷ del codice civile sottolinea come, vige un divieto di concorrenza con riferimento

⁷ Articolo 2557 c.c. Divieto di concorrenza. Chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta. Il patto di astenersi dalla concorrenza in

all'oggetto e all'ubicazione. Dopo un'operazione di cessione, chiaramente si potrebbe verificare una situazione di comportamenti opportunistici da parte della controparte cedente, infatti l'art. n. 2557 c.c. non fa altro che essere una sorta di limitazione alla possibilità di manifestazione di tali comportamenti lesivi nei confronti della controparte. Il periodo normalmente preso in considerazione per il divieto di concorrenza è di cinque anni dalla stipula del contratto, con l'obiettivo di garantire all'acquirente l'avviamento sull'azienda ceduta, altrimenti impossibile con la concorrenza del venditore.

L'art. 2558⁸ del codice civile, invece, tratta della successione nei contratti e indica come si parli di universalità della successione e come questa venga esclusa nei casi particolari dei contratti che hanno chiaramente natura personale (le caratteristiche personali valgono di più nelle realtà medio - piccole).

Regola inoltre le modalità con cui assicurare la tutela del terzo acquirente, specialmente quando si parla di recesso che può essere esercitato per giusta causa ed entro i tre mesi successivi dalla notizia di cessione.

limiti più ampi di quelli previsti dal comma precedente è valido, purché non impedisca ogni attività professionale dell'alienante. Esso non può eccedere la durata di cinque anni dal trasferimento.

Se nel patto è indicata una durata maggiore o la durata non è stabilita, il divieto di concorrenza vale per il periodo di cinque anni dal trasferimento (2125).

Nel caso di usufrutto (978) o di affitto (1615) dell'azienda (2561, 2562) il divieto di concorrenza disposto dal primo comma vale nei confronti del proprietario o del locatore per la durata dell'usufrutto o dell'affitto.

Le disposizioni di questo articolo si applicano alle aziende agricole (2135) solo per le attività ad esse connesse, quando rispetto a queste sia possibile uno sviamento di clientela.

⁸ Articolo 2558 c.c. Successione nei contratti. Se non è pattuito diversamente, l'acquirente dell'azienda subentra nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda stessa che non abbiano carattere personale (1406, 2112, 2610).

Il terzo contraente può tuttavia recedere dal contratto (1373) entro tre mesi dalla notizia del trasferimento, se sussiste una giusta causa, salvo in questo caso la responsabilità dell'alienante (1722 n.4, 2610).

Le stesse disposizioni si applicano anche nei confronti dell'usufruttuario e dell'affittuario (2561, 2562) per la durata dell'usufrutto e dell'affitto (979, 1616, 1630).

Per quanto concerne i crediti pregressi, l'art. 2559⁹ c.c. l'acquirente subentra a partire dall'iscrizione della cessione nel registro delle imprese.

Inoltre il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante.

L'Articolo 2560¹⁰ c.c. sottolinea invece che l'alienante non è liberato dai debiti anteriori al trasferimento se i creditori non acconsentono ed affinché vengano trasferiti occorre che sia previsto nel contratto il loro accollo, e che ci sia l'assenso del creditore ceduto.

Il cessionario è tenuto al pagamento dei debiti, purché siano ovviamente debiti inerenti all'azienda, sorti prima dell'acquisto dell'azienda ed evidenziati nelle scritture contabili. Ultimo articolo, fra i principali che riguardano le cessioni aziendali è il 2112 c.c.¹¹, che tratta dei debiti di lavoro dipendente.

⁹ "Crediti relativi all'azienda ceduta. La cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese (2556). Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante (1264, 1265).

Le stesse disposizioni si applicano anche nel caso di usufrutto dell'azienda (2561), se esso si estende ai crediti relativi alla medesima."

¹⁰ Articolo 2560 c.c. Debiti relativi all'azienda ceduta. L'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito.

Nel trasferimento di un'azienda commerciale (2188, 2556) risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda (1546, 2112, 2160, disp. att.220), se essi risultano dai libri contabili obbligatori (2114).

¹¹ Articolo 2112 c.c. Mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento d'azienda. In caso di trasferimento d'azienda, il rapporto continua con il cessionario ed il lavoratore conserva tutti i diritti che ne derivano (2555-2562).

Il cedente ed il cessionario sono obbligati, in solido (1292), per tutti i crediti che il lavoratore aveva al tempo del trasferimento. Con le procedure di cui agli articoli 410 e 411 del codice di procedura civile il lavoratore può consentire la liberazione del cedente dalle obbligazioni derivanti dal rapporto di lavoro. Il cessionario è tenuto ad applicare i trattamenti economici e normativi previsti dai contratti collettivi nazionali, territoriali ed aziendali vigenti alla data del trasferimento, fino alla loro scadenza, salvo che siano sostituiti da altri contratti collettivi applicabili all'impresa del cessionario. L'effetto di sostituzione si produce esclusivamente fra i contratti collettivi del medesimo livello.

Ferma restando la facoltà di esercitare il recesso ai sensi della normativa in materia di licenziamenti (2118, 2119), il trasferimento d'azienda non costituisce di per sé motivo di licenziamento. Il lavoratore,

Questo esplicita le varie caratteristiche riguardanti i rapporti di lavoro nel momento in cui si ha la cessione, per cui:

- il dipendente, innanzitutto, conserva i propri diritti derivanti dall'anzianità conseguita prima del trasferimento;
- non è più prevista la possibilità di rescindere dal contratto di lavoro;
- il contratto di lavoro dunque prosegue con l'acquirente;
- l'acquirente è obbligato in solido con l'alienante per tutti i crediti che il lavoratore aveva maturato prima della cessione;
- il trasferimento non costituisce motivo per il licenziamento.

4.3. Aspetti fiscali

La fiscalità relativa alle operazioni di cessione aziendale risulta essere particolarmente elaborata e il punto di partenza deve essere ovviamente la considerazione delle plusvalenze che emergono dall'operazione stessa.

Le plusvalenze sono poste patrimoniali che non derivano dall'attività ordinaria d'impresa ed emergono dalla cessione di beni.

le cui condizioni di lavoro subiscono una sostanziale modifica nei tre mesi successivi al trasferimento d'azienda, può rassegnare le proprie dimissioni con gli effetti di cui all'articolo 2119, primo comma (2558).

Ai fini e per gli effetti di cui al presente articolo si intende per trasferimento d'azienda qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economica organizzata, con o senza scopo di lucro, preesistente al trasferimento e che conserva nel trasferimento la propria identità a prescindere dalla tipologia negoziale o dal provvedimento sulla base del quale il trasferimento è attuato ivi compresi l'usufrutto o l'affitto di azienda. Le disposizioni del presente articolo si applicano altresì al trasferimento di parte dell'azienda, intesa come articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento.

Nel caso in cui l'alienante stipuli con l'acquirente un contratto di appalto la cui esecuzione avviene utilizzando il ramo d'azienda oggetto di cessione, tra appaltante e appaltatore opera un regime di solidarietà di cui all'articolo 29, comma 2, del decreto legislativo 10 settembre 2003, n. 276.

Le plusvalenze vengono qui determinate come differenza tra il corrispettivo conseguito , al netto degli oneri accessori di diretta imputazione , ed il costo non ancora dedotto quale ammortamento.

Occorre fare una distinzione tra la normativa che viene applicata alle società di capitali, rispetto invece a quella applicata alle imprese individuali e alle società di persone.

Nel primo caso si fa riferimento all'articolo 86 del TUIR¹² dove si stabilisce:

¹² **Articolo 86 del Tuir:** Le plusvalenze patrimoniali.

1. Le plusvalenze dei beni relativi all'impresa, diversi da quelli indicati nel comma 1 dell'articolo 85, concorrono a formare il reddito:

a) se sono realizzate mediante cessione a titolo oneroso;

b) se sono realizzate mediante il risarcimento, anche in forma assicurativa, per la perdita o il danneggiamento dei beni;

c) se i beni vengono assegnati ai soci o destinati a finalità estranee all'esercizio dell'impresa.

2. Nelle ipotesi di cui alle lettere a) e b) del comma 1 la plusvalenza è costituita dalla differenza fra il corrispettivo o l'indennizzo conseguito, al netto degli oneri accessori di diretta imputazione, e il costo non ammortizzato. Concorrono alla formazione del reddito anche le plusvalenze delle aziende, compreso il valore di avviamento, realizzate unitariamente mediante cessione a titolo oneroso. Se il corrispettivo della cessione è costituito esclusivamente da beni ammortizzabili, anche se costituenti un complesso o ramo aziendale, e questi vengono complessivamente iscritti in bilancio allo stesso valore al quale vi erano iscritti i beni ceduti, si considera plusvalenza soltanto il conguaglio in denaro eventualmente pattuito.

3. Nell'ipotesi di cui alla lettera c) del comma 1, la plusvalenza è costituita dalla differenza tra il valore normale e il costo non ammortizzato dei beni.

4. Le plusvalenze realizzate, diverse da quelle di cui al successivo articolo 87, determinate a norma del comma 2, concorrono a formare il reddito, per l'intero ammontare nell'esercizio in cui sono state realizzate ovvero, se i beni sono stati posseduti per un periodo non inferiore a tre anni, o a un anno per le società sportive professionistiche, a scelta del contribuente, in quote costanti nell'esercizio stesso e nei successivi, ma non oltre il quarto. La predetta scelta deve risultare dalla dichiarazione dei redditi; se questa non è presentata la plusvalenza concorre a formare il reddito per l'intero ammontare nell'esercizio in cui è stata realizzata. Per i beni che costituiscono immobilizzazioni finanziarie, diverse da quelle di cui al successivo articolo 87, le disposizioni dei periodi precedenti si applicano per quelli iscritti come tali negli ultimi tre bilanci; si considerano ceduti per primi i beni acquisiti in data più recente.

5. La cessione dei beni ai creditori in sede di concordato preventivo non costituisce realizzo delle plusvalenze e minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento.

5-bis. Nelle ipotesi dell'articolo 47, commi 5 e 7, costituiscono plusvalenze le somme o il valore normale dei beni ricevuti a titolo di ripartizione del capitale e delle riserve di capitale per la parte che eccede il valore fiscalmente riconosciuto delle partecipazioni.

- Tassazione in un unico esercizio;
- Riparto su cinque esercizi se l'azienda è posseduta da più di tre anni ;
- Per determinare l'esercizio di realizzo si applica l'art. 109 del TUIR, ovvero alla data di stipula dell'atto, se successiva, alla data in cui si verifica l'effetto traslativo.

Nel secondo caso invece, la normativa applicata è quella dell'articolo 58 del TUIR¹³ secondo cui si ha:

- una tassazione in un unico esercizio ;
- riparto su cinque esercizi se l'azienda è posseduta da più di tre anni;
- una tassazione separata, con aliquota Irpef corrispondente alla metà del reddito complessivo netto del contribuente relativamente al biennio anteriore, solo per le imprese individuali ed aziende possedute da più di cinque anni;
- un'operazione di trasferimento di azienda neutrale per mortis causa o per donazione, a condizione che l'azienda sia assunta agli stessi valori fiscalmente riconosciuti in capo all'erede o al donante.

¹³ **Articolo 58 del Tuir** : Plusvalenze.

1. Per le plusvalenze derivanti da cessione delle aziende, le disposizioni del comma 4 dell'articolo 86 non si applicano quando è richiesta la tassazione separata a norma del comma 2 dell'articolo 17. Il trasferimento di azienda per causa di morte o per atto gratuito non costituisce realizzo di plusvalenze dell'azienda stessa; l'azienda è assunta ai medesimi valori fiscalmente riconosciuti nei confronti del dante causa. I criteri di cui al periodo precedente si applicano anche qualora, a seguito dello scioglimento, entro cinque anni dall'apertura della successione, della società esistente tra gli eredi, la predetta azienda resti acquisita da uno solo di essi.
2. Le plusvalenze di cui all'articolo 87 non concorrono alla formazione del reddito imponibile in quanto esenti limitatamente al 60 per cento del loro ammontare.
3. Le plusvalenze dei beni relativi all'impresa concorrono a formare il reddito anche se i beni vengono destinati al consumo personale o familiare dell'imprenditore o a finalità estranee all'esercizio dell'impresa.

Si riporta di seguito uno schema di sintesi per tutte le situazioni possibili:

PERIODO DI POSSESSO DELL'AZIENDA	IMPRENDITORI INDIVIDUALI	SOCIETA' COMMERCIALI(***)
<i>Più di 5 anni</i>	1)Regime ordinario; 2)Regime ordinario con rateizzazione della plusvalenza (se tale scelta viene indicata nella dichiarazione dei redditi(*)); 3)Tassazione separata (**).	1)Regime ordinario; 2)Regime ordinario con rateizzazione della plusvalenza (se tale scelta viene indicata nella dichiarazione dei redditi).
<i>Tra 3 e 5 anni</i>	1)Regime ordinario; 2)Regime ordinario con rateizzazione della plusvalenza (se tale scelta viene indicata nella dichiarazione dei redditi(*)).	1)Regime ordinario ; 2)Regime ordinario con rateizzazione della plusvalenza (se tale scelta è indicata nella dichiarazione dei redditi).
<i>Meno di 3 anni</i>	1)Regime ordinario.	1)Regime ordinario.
(*)La rateizzazione della plusvalenza non è possibile quando la cessione ha per oggetto l'unica azienda dell'imprenditore individuale in quanto si determina un'uscita dal regime del reddito d'impresa.		
(**)Cfr. art. 17 TUIR: 1. L'imposta si applica separatamente sui seguenti redditi: a) trattamento di fine rapporto di cui all'articolo 2120 del codice civile e indennità equipollenti, comunque denominate, commisurate alla durata dei rapporti di lavoro dipendente, compresi quelli contemplati alle lettere a), d) e g) del comma 1 dell'articolo 47, anche nelle ipotesi di cui all'articolo 2122 del codice civile; altre indennità e somme percepite una volta tanto in dipendenza della cessazione dei predetti rapporti, comprese l'indennità di preavviso, le somme risultanti dalla capitalizzazione di pensioni e quelle attribuite a fronte dell'obbligo di non concorrenza ai sensi dell'articolo 2125 del codice civile nonché le somme e i valori comunque percepiti, al netto delle spese legali sostenute, anche se a titolo risarcitorio o nel contesto di procedure esecutive, a seguito di provvedimenti dell'autorità giudiziaria o di transazioni relativi alla risoluzione del rapporto di lavoro; <i>[a-bis]</i> b) emolumenti arretrati per prestazioni di lavoro dipendente riferibili ad anni precedenti, percepiti per effetto di leggi, di contratti collettivi, di sentenze o di atti amministrativi sopravvenuti o per altre cause non dipendenti dalla volontà delle parti, compresi i compensi e le indennità di cui al comma 1 dell'articolo 47 e al comma 2 dell'articolo 46; c) indennità percepite per la cessazione dei rapporti di collaborazione coordinata e continuativa, di cui al comma 2 dell'articolo 49, se il diritto all'indennità risulta da atto di data certa anteriore all'inizio del rapporto nonché, in ogni caso, le somme e i valori comunque percepiti, al netto delle spese legali sostenute, anche se a titolo risarcitorio o nel contesto di procedure esecutive, a seguito di provvedimenti dell'autorità giudiziaria o di transazioni relativi alla risoluzione dei rapporti di collaborazione coordinata e continuativa; c-bis) l'indennità di mobilità di cui all'articolo 7, comma 5, della legge 23 luglio 1991, n. 223, e trattamento di integrazione salariale di cui all'articolo 1-bis del decreto-legge 10 giugno 1994, n. 357, convertito, con modificazioni dalla legge 8 agosto 1994, n. 489, corrisposti anticipatamente; d) indennità per la cessazione di rapporti di agenzia delle persone fisiche e delle società di persone; e) indennità percepite per la cessazione da funzioni notarili; f) indennità percepite da sportivi professionisti al termine dell'attività sportiva ai sensi del settimo comma dell'articolo 4 della legge 23 marzo 1981, n. 91, se non rientranti tra le indennità indicate alla lettera a); g) plusvalenze, compreso il valore di avviamento, realizzate mediante cessione a titolo oneroso di aziende possedute da più di cinque anni e redditi conseguiti in dipendenza di liquidazione, anche concorsuale, di imprese commerciali esercitate da più di cinque anni; g-bis) plusvalenze di cui alla lettera b) del comma 1 dell'articolo 81 realizzate a seguito di cessioni a titolo oneroso di terreni suscettibili di utilizzazione edificatoria secondo gli strumenti urbanistici vigenti al momento della cessione; g – ter) corrispettivi di cui all'articolo 54, comma 1-quater, se percepiti in unica soluzione;		

h) indennità per perdita dell'avviamento spettanti al conduttore in caso di cessazione della locazione di immobili urbani adibiti ad usi diversi da quello di abitazione e indennità di avviamento delle farmacie spettanti al precedente titolare; i) indennità spettanti a titolo di risarcimento, anche in forma assicurativa, dei danni consistenti nella perdita di redditi relativi a più anni; l) redditi compresi nelle somme attribuite o nel valore normale dei beni assegnati ai soci delle società indicate nell'articolo 5 nei casi di recesso, esclusione e riduzione del capitale o agli eredi in caso di morte del socio, e redditi imputati ai soci in dipendenza di liquidazione, anche concorsuale, delle società stesse, se il periodo di tempo intercorso tra la costituzione della società e la comunicazione del recesso o dell'esclusione, la deliberazione di riduzione del capitale, la morte del socio o l'inizio della liquidazione e' superiore a cinque anni; m) redditi compresi nelle somme attribuite o nel valore normale dei beni assegnati ai soci di società soggette all'imposta sul reddito delle persone giuridiche nei casi di recesso, riduzione del capitale e liquidazione, anche concorsuale, se il periodo di tempo intercorso tra la costituzione della società e la comunicazione del recesso, la deliberazione di riduzione del capitale o l'inizio della liquidazione e' superiore a cinque anni; n) redditi compresi nelle somme o nel valore normale dei beni attribuiti alla scadenza dei contratti e dei titoli di cui alle lettere a), b), f) e g) del comma 1 dell'articolo 41, quando non sono soggetti a ritenuta alla fonte a titolo di imposta o ad imposta sostitutiva, se il periodo di durata del contratto o del titolo e' superiore a cinque anni. n-bis) somme conseguite a titolo di rimborso di imposte o di oneri dedotti dal reddito complessivo o per i quali si e' fruito della detrazione in periodi di imposta precedenti. La presente disposizione non si applica alle spese rimborsate di cui all'articolo 13-bis, comma 1, lettera c), quinto e sesto periodo. 2. I redditi indicati alle lettere da g) a n) del comma 1 sono esclusi dalla tassazione separata se conseguiti da società in nome collettivo o in accomandita semplice; se conseguiti da persone fisiche nell'esercizio di imprese commerciali, sono tassati separatamente a condizione che ne sia fatta richiesta nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta al quale sarebbero imputabili come componenti del reddito di impresa. 3. Per i redditi indicati alle lettere da d) a f) del comma 1 e per quelli indicati alle lettere da g) a n-bis) non conseguiti nell'esercizio di imprese commerciali il contribuente ha facoltà di non avvalersi della tassazione separata facendolo constare espressamente nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo di imposta in cui e' avvenuta o ha avuto inizio la percezione. Per i redditi indicati alle lettere a), b), c) e c-bis); del comma 1 gli uffici provvedono a iscrivere a ruolo le maggiori imposte dovute con le modalità stabilite negli articoli 17 e 18 ovvero facendo concorrere i redditi stessi alla formazione del reddito complessivo dell'anno in cui sono percepiti, se ciò risulta più favorevole per il contribuente. (***) la plusvalenza per cessione di azienda viene tassata con l'aliquota IRES del 27,5% e non occorre a formare la base imponibile IRAP (cfr. D.lgs. n.446/1997).
--

Tab.1. Rif. Osservazioni personali a cura del Prof. A. Mechelli, arricchito di approfondimenti personali tratti dal sito web: www.altalex.it

Per quanto riguarda le imposte indirette, l'operazione di cessione aziendale non è soggetta ad imposizione IVA.

Per le imposte di registro, la base imponibile è data dal valore dell'atto al contrario invece delle imposte sui redditi dove la base imponibile era rappresentata, come abbiamo già detto, dalla plusvalenza che in questo caso può o meno coincidere con la base imponibile ai fini dell'imposta di registro.

In questo caso dunque le aliquote applicate saranno:

- beni e diritti diversi da quelli immobiliari, tra cui ad esempio l'avviamento = 3%;
- atti traslativi a titolo oneroso della proprietà di beni immobili in genere tra cui abitazioni, immobili strumentali ecc. e atti traslativi di diritti reali immobiliari

- di godimento, compresi la rinuncia pura e semplice agli stessi, i provvedimenti di espropriazione per pubblica utilità e i trasferimenti coattivi = 9%;
- se il trasferimento ha per oggetto unità abitative, ad eccezione di quelle di categoria catastale A1, A8 e A9, ove siano presenti determinate condizioni = 2%;
 - se il trasferimento ha per oggetto terreni agricoli e relative pertinenze a favore di soggetti diversi dai coltivatori diretti e dagli imprenditori agricoli professionali, iscritti nella relativa gestione previdenziale ed assistenziale = 12%.

Da notare come, ogni qual volta trovano applicazione le aliquote del 9% e del 2% l'imposta di registro dovrà essere corrisposta con la misura minima di 1.000,00 (cfr art 10, comma 2, del D. Lgs. 23/2011).

Per le imposte ipotecarie e catastali si applica infine un'imposta di ammontare di 50 euro cadauno, sugli immobili facenti parte dell'azienda o del ramo aziendale ceduto.

Con riferimento alla disciplina dettata dall'art. 14 del D.Lgs. 472/1997, che tratta delle responsabilità per il pagamento delle imposte, in caso di cessione di azienda è prevista la responsabilità solidale del cessionario, salva la preventiva escussione del cedente, per il pagamento delle imposte relative all'anno in cui è effettuata la predetta cessione e ai due precedenti, delle relative sanzioni nonché per quelle già irrogate e contestate nel medesimo periodo anche se riferite a violazioni commesse in epoca anteriore.

Chiaramente la responsabilità è comunque limitata al valore dell'azienda o ramo d'azienda trasferiti.

Inoltre è prevista la possibilità da parte del cessionario di richiedere all'amministrazione finanziaria la limitazione della propria responsabilità tramite un certificato sull'esistenza delle contestazioni in corso e di quelle già definite che presentano debiti tributari non soddisfatti dal cedente alla data del trasferimento. Tale certificato può essere richiesto in entrambi i casi, prima o dopo la cessione, e dopo il rilascio la responsabilità per il cessionario sussiste solo per i debiti risultanti da tale documento. È previsto effetto liberatorio sia nel caso in cui nel certificato non risultino pendenze, sia nel caso in cui questo non venga rilasciato entro 40 giorni dalla data di richiesta.

Obblighi dichiarativi

Dichiarazione dei redditi (Modello Unico): la cessione d' azienda non comporta, sia per il cedente che per il cessionario, particolari problemi in quanto entrambi i soggetti devono presentare le rispettive dichiarazioni entro gli usuali termini di legge considerando tra i loro redditi d'impresa quelli relativi all' impresa oggetto di cessione per la frazione di anno di possesso della stessa, dunque il cedente fino alla data dell'atto di cessione, l'acquirente da quella data fino alla fine dell'anno.

Dichiarazione dei sostituti d'imposta (Modello 770): nel caso in cui a seguito di una cessione di azienda o ramo aziendale, vengono trasferiti dipendenti, dunque non si verifica una interruzione del rapporto di lavoro si ha da un lato che, se il cedente si estingue, il cessionario deve presentare il modello 770, includendo anche i dati relativi al periodo dell'anno nel quale ha operato il cedente, dall'altro invece se il cedente non si estingue, lo stesso dovrà provvedere a compilare il modello 770 per il periodo di competenza e dunque fino al momento della cessione. In questo ultimo caso il cessionario, tenuto anche a rilasciare la certificazione, dovrà presentare il modello 770 comprensivo di tutti i redditi percepiti dal personale acquisito evidenziando le somme e i valori corrisposti dal precedente sostituto.

Dichiarazione Iva: è possibile redigere un'unica dichiarazione IVA a carico del cessionario se nell'atto di cessione è previsto il subentro di quest'ultimo nel credito/debito IVA. Al contrario, ove non sia prevista la redazione sarà a carico di entrambe le parti per i relativi periodi di competenza.

L'amministrazione finanziaria

L'amministrazione finanziaria, secondo la disciplina dettata dall'art 52 del D.P.R. n. 131/1986, ha il potere di rettificare gli atti di cessione dell'azienda o di ramo aziendale. L'ufficio :

- può rettificare il valore dichiarato dalle parti nel caso in cui il valore venale sia ritenuto superiore a quello dichiarato;

- ai fini della rettifica, deve prendere in considerazione il valore complessivo dei beni che compongono l'azienda, compreso l'avviamento, al netto delle passività che risultano dalle scritture contabili o da atti con data certa;
- deve motivare l'atto di rettifica indicando i presupposti di fatto e le ragioni giuridiche;
- deve tener conto degli accertamenti compiuti ai fini di altre imposte che non siano quelle di registro.

Occorre inoltre notare che dal 1° gennaio 2014 il prezzo va versato in un conto dedicato del Notaio.

4.4. Aspetti contabili

Con riguardo a quelli che sono i trattamenti contabili riservati alle operazioni di cessione aziendale, poniamo l'esempio in cui una società X decide di cedere la propria azienda alla società Y.

La situazione patrimoniale della società oggetto di cessione risulta essere la seguente:

Situazione patrimoniale di X			
Impianti	3000	Debiti diversi	1000
Terreni	5000	Fondo rischi	500
Crediti	2000	Capitale Sociale	8000
		Riserve	400
		Utili in corso	100

Il patrimonio Netto di conseguenza risulta essere pari a 8500.

Il perito incaricato della valutazione al fine dell'operazione ha stimato il patrimonio come segue:

Valutazione del perito			
Impianti	2000	Debiti Diversi	1000
Terreni	7000	Fondo rischi	1000
Crediti	1000		
Avviamento	5000	Valore economico	13000

Il valore economico evidenziato dalla valutazione peritale, è pari al prezzo di vendita.

Le scritture contabili successive saranno dunque:

Società cedente (X)

Debiti	a	Impianti	1000	3000
Fondo rischi		Terreni	500	5000
Soc. Y c/ cessione		Crediti	13000	2000
		Plusvalenza		4500
Banca	a	Soc. Y c/ cessione	13000	13000

Società cessionaria (Y)

Impianti	a	Passività diverse	2000	1000
Terreni		Fondo rischi	7000	1000
Crediti		Soc. X c/cessione	1000	13000
Avviamento			5000	
Soc X c/cessione	a	Banca	13000	13000

Possiamo notare come, in questo esempio, il Patrimonio Netto risulta essere minore del Valore economico facendo emergere una plusvalenza.

Ipotizziamo invece una situazione inversa in cui il valore del Patrimonio Netto risulta essere maggiore del Valore economico stimato dal perito, dunque si assisterà alla nascita di una minusvalenza.

La valutazione del perito sarà differente rispetto a prima, in quanto manca il valore che prima avevamo posto dell'avviamento e il valore economico sarà di ammontare minore rispetto al caso precedente.

Valutazione del perito			
Impianti	2000	Debiti diversi	1000
Terreni	7000	Fondo rischi	4500
Crediti	1000		
		Valore economico	4500

Le scritture contabili saranno dunque le seguenti:

Società Cedente (X)

Debiti	a	Impianti	1000	3000
Fondi rischi		Terreni	500	5000
Minusvalenza		Crediti	4000	2000
Soc. Y c/cessione			4500	
Banca	a	Soc. Y c/cessione	4500	4500

Società cessionaria (Y)

Impianti	a	Pass. Diverse	2000	1000
Terreni		Fondo rischi	7000	4500
Crediti		Soc. X c/ cessione	1000	4500
Soc. X c/cessione	a	Banca	4500	4500

Capitolo 5. Processi di acquisizione di aziende o rami aziendali tramite Conferimento.

I Conferimenti

5.1. Aspetti introduttivi

I conferimenti di azienda o di rami aziendali sono una tipologia di operazioni straordinarie, comunemente utilizzati nella prassi aziendale, mediante la quale una società (società conferente) trasferisce un'azienda o un ramo aziendale dotato di autonoma capacità di reddito, ad una società (conferitaria), la quale potrebbe essere sia una società di nuova costituzione (new company) e sia una società già preesistente, che riceve quale corrispettivo non denaro, ma azioni o quote della stessa.

Possiamo dunque considerare i conferimenti come dei meccanismi con cui le società riescono ad acquisire partecipazioni semplici o addirittura il controllo all'interno di un'altra.

Per effetto del conferimento tuttavia, si realizza quella che viene definita una permuta, per cui il patrimonio della conferitaria non si riduce poiché riceve in cambio delle azioni di pari valore rispetto al conferimento, al contrario di quanto accadeva nelle operazioni di cessione.

I momenti più importanti nelle operazioni di conferimento, sono essenzialmente tre:

- *Fase preliminare;*
- *Stima peritale;*
- *Atto di conferimento.*

Occorre tuttavia fare distinzione tra il caso in cui si tratti di conferimenti in società di nuova costituzione o meno.

Nel caso in cui la conferitaria sia una società new company, dunque di nuova costituzione, il primo momento che si osserva nella decisione è chiaramente la *delibera* del consiglio di amministrazione della società conferente di eseguire il conferimento dando mandato ad uno o più amministratori per la nomina dell'esperto (non più nominato dal tribunale ai sensi del Decreto Legislativo 142/2008).

Se per effettuare tale operazione si modifica l'atto costitutivo è necessario una delibera da parte dell'assemblea straordinaria.

Succede a questo, la relazione di *stima giurata* dell'esperto ai sensi dell'art.2343 del codice Civile.

Una volta quindi che l'esperto redige la stima del valore degli asset aziendali, verrà redatto l'atto di conferimento e si assisterà alla costituzione della new company conferitaria mediante conferimento.

Ai sensi dell'art.2436¹⁴ del codice civile, entro 30 giorni dalla costituzione dell'atto, deve seguire l'iscrizione della costituzione della conferitaria nel registro delle imprese. Ultimo adempimento è la redazione del Verbale del Consiglio di Amministrazione della conferitaria relativo alla verifica dei valori di stima di stima entro 180 giorni dal conferimento stesso.

Nel caso in cui, invece, si tratti di conferimento in società già preesistente, occorre sempre la delibera del consiglio di amministrazione della conferente, e la relativa nomina del perito, ma anche la delibera della Cda della conferitaria relativa al

¹⁴ **Art. 2436 del Codice Civile: Deposito, iscrizione e pubblicazione delle modificazioni.**

Il notaio che ha verbalizzato la deliberazione di modifica dello statuto, entro trenta giorni, verificato l'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge, ne richiede l'iscrizione nel registro delle imprese contestualmente al deposito e allega le eventuali autorizzazioni richieste.

L'ufficio del registro delle imprese, verificata la regolarità formale della documentazione, iscrive la delibera nel registro.

Se il notaio ritiene non adempiute le condizioni stabilite dalla legge, ne dà comunicazione tempestivamente, e comunque non oltre il termine previsto dal primo comma del presente articolo, agli amministratori. Gli amministratori, nei trenta giorni successivi, possono convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti oppure ricorrere al tribunale per il provvedimento di cui ai successivi commi; in mancanza la deliberazione è definitivamente inefficace.

Il tribunale, verificato l'adempimento delle condizioni richieste dalla legge e sentito il pubblico ministero, ordina l'iscrizione nel registro delle imprese con decreto soggetto a reclamo.

La deliberazione non produce effetti se non dopo l'iscrizione.

Dopo ogni modifica dello statuto deve esserne depositato nel registro delle imprese il testo integrale nella sua redazione aggiornata.

conferimento, nonché dell'assemblea per l'aumento di capitale sociale salvo delega agli amministratori secondo la disciplina dettata dall'articolo 2481 del codice civile¹⁵.

Dopo la stima peritale, segue la delibera del Consiglio di amministrazione della conferitaria in merito al conferimento e successiva delibera della stessa, ma nella forma dell'assemblea straordinaria, per l'aumento di capitale con contestuale o successiva stipulazione da parte del notaio dell'atto di conferimento.

Per cui secondo quanto stabilito e previsto negli adempimenti dell'articolo 2441 del codice civile¹⁶ in tema di "Diritto di opzione":

¹⁵ **Articolo 2481 del Codice Civile: Aumento di Capitale**

L'atto costitutivo può attribuire agli amministratori la facoltà di aumentare il capitale sociale, determinandone i limiti e le modalità di esercizio; la decisione degli amministratori, che deve risultare da verbale redatto senza indugio da notaio, deve essere depositata ed iscritta a norma dell'articolo 2436.

La decisione di aumentare il capitale sociale non può essere attuata fin quando i conferimenti precedentemente dovuti non sono stati integralmente eseguiti.

¹⁶ **Articolo 2441 del Codice Civile: Diritto di Opzione.**

Le azioni di nuova emissione e le obbligazioni convertibili in azioni devono essere offerte in opzione ai soci in proporzione al numero delle azioni possedute. Se vi sono obbligazioni convertibili il diritto di opzione spetta anche ai possessori di queste, in concorso con i soci, sulla base del rapporto di cambio. L'offerta di opzione deve essere depositata presso l'ufficio del registro delle imprese e contestualmente resa nota mediante un avviso pubblicato sul sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione, o, in mancanza, mediante deposito presso la sede della società. Per l'esercizio del diritto di opzione deve essere concesso un termine non inferiore a quindici giorni dalla pubblicazione dell'offerta.

Coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni e delle obbligazioni convertibili in azioni che siano rimaste non optate. Se le azioni sono quotate in mercati regolamentati, i diritti di opzione non esercitati devono essere offerti nel mercato regolamentato dagli amministratori, per conto della società, entro il mese successivo alla scadenza del termine stabilito a norma del secondo comma, per almeno cinque sedute, salvo che i diritti di opzione siano già stati integralmente venduti.

Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. Nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale.

- Gli amministratori della società conferitaria, entro i 30 giorni che precedono l'adunanza per l'assemblea straordinaria trasmettono al Collegio Sindacale la proposta di aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura;
- L'Assemblea straordinaria provvede a deliberare l'aumento;
- I rappresentanti di entrambe le società in questione, contestualmente o dopo l'assemblea straordinaria stipulano l'atto di conferimento davanti al notaio;

Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale.

Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e, nell'ipotesi prevista dal quarto comma, la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale ovvero la documentazione indicata dall'articolo 2343-ter, terzo comma, devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Non si considera escluso né limitato il diritto di opzione qualora la deliberazione di aumento di capitale preveda che le azioni di nuova emissione siano sottoscritte da banche, da enti o società finanziarie soggetti al controllo della Commissione nazionale per le società e la borsa ovvero da altri soggetti autorizzati all'esercizio dell'attività di collocamento di strumenti finanziari, con obbligo di offrirle agli azionisti della società, con operazioni di qualsiasi tipo, in conformità con i primi tre commi del presente articolo. Nel periodo di detenzione delle azioni offerte agli azionisti e comunque fino a quando non sia stato esercitato il diritto di opzione, i medesimi soggetti non possono esercitare il diritto di voto. Le spese dell'operazione sono a carico della società e la deliberazione di aumento del capitale deve indicarne l'ammontare.

Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate.

- Il notaio entro 30 giorni dal conferimento, chiede l'iscrizione nel registro delle imprese dell'avvenuto aumento;
- Gli amministratori della conferitaria entro 6 mesi dal conferimento eseguono la revisione della stima del perito.

5.2. Aspetti civilistici

Il conferimento di azienda è un istituto non specificatamente regolato dall'ordinamento giuridico italiano.

Rientra nel contesto generale dei conferimenti in società di beni in natura.

Di conseguenza, occorre fare riferimento alle seguenti discipline:

- Quelle riguardanti i contratti aventi per oggetto il trasferimento della proprietà o del godimento d'azienda (artt. 2556- 2560m del codice civile);
- Quelle che sono orientate alla regolazione generale dei conferimenti societari, per cui abbiamo gli articoli 2342, 2343 e 2343 ter del codice civile per le società per azioni e gli articoli 2464 e 2465 dello stesso per le società a responsabilità limitata;
- Quelle che invece si occupano della garanzia e dei rischi collegati ai conferimenti (artt. 2254 e 2255 del codice civile);
- Ed infine, come ultima, troviamo quella relativa al capitolo “ La formazione e le variazioni delle poste del Patrimonio Netto “ (par.5 e 6) del Principio contabile n.28 del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti del Consiglio Nazionale dei Ragionieri modificati dall'OIC (Organismo Italiano Contabilità).

Gli articoli del codice civile, che riguardano il trasferimento della proprietà o del godimento d'azienda, sono gli stessi che abbiamo già incontrato quando parlavamo della disciplina applicata alle operazioni di cessione, per cui se ne riportano semplicemente i testi nelle note per averne memoria.¹⁷¹⁸¹⁹²⁰²¹²²

¹⁷ **Articolo 2556 c.c. Imprese soggette a registrazione.** Per le imprese soggette a registrazione (2195) i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto (2581,2725) salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto (1350).

I contratti di cui al primo comma, in forma pubblica o per scrittura privata autenticata, devono essere depositati per l'iscrizione nel registro delle imprese (2188) nel termine di trenta giorni, a cura del notaio rogante o autenticante.

¹⁸ **Articolo 2557 c.c. Divieto di concorrenza.** Chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta.

Il patto di astenersi dalla concorrenza in limiti più ampi di quelli previsti dal comma precedente è valido, purché non impedisca ogni attività professionale dell'alienante. Esso non può eccedere la durata di cinque anni dal trasferimento.

Se nel patto è indicata una durata maggiore o la durata non è stabilita, il divieto di concorrenza vale per il periodo di cinque anni dal trasferimento (2125).

Nel caso di usufrutto (978) o di affitto (1615) dell'azienda (2561, 2562) il divieto di concorrenza disposto dal primo comma vale nei confronti del proprietario o del locatore per la durata dell'usufrutto o dell'affitto.

Le disposizioni di questo articolo si applicano alle aziende agricole (2135) solo per le attività ad esse connesse, quando rispetto a queste sia possibile uno sviamento di clientela.

¹⁹ **Articolo 2558 c.c. Successione nei contratti.** Se non è pattuito diversamente, l'acquirente dell'azienda subentra nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda stessa che non abbiano carattere personale (1406, 2112, 2610).

Il terzo contraente può tuttavia recedere dal contratto (1373) entro tre mesi dalla notizia del trasferimento, se sussiste una giusta causa, salvo in questo caso la responsabilità dell'alienante (1722 n.4, 2610).

Le stesse disposizioni si applicano anche nei confronti dell'usufruttuario e dell'affittuario (2561, 2562) per la durata dell'usufrutto e dell'affitto (979, 1616, 1630).

²⁰ **Articolo 2559 c.c. Crediti relativi all'azienda ceduta.** La cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese (2556). Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante (1264, 1265).

Le stesse disposizioni si applicano anche nel caso di usufrutto dell'azienda (2561), se esso si estende ai crediti relativi alla medesima.

²¹ **Articolo 2560 c.c. Debiti relativi all'azienda ceduta.** L'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito.

Nel trasferimento di un'azienda commerciale (2188, 2556) risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda (1546, 2112, 2160, disp. att.220), se essi risultano dai libri contabili obbligatori (2114).

Con riferimento invece all'articolo 2343²³ del codice civile, che risulta essere il centro della disciplina relativa ai conferimenti, tratta innanzitutto della relazione giurata

²² **Articolo 2112 c.c. Mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento**

d'azienda. In caso di trasferimento d'azienda, il rapporto continua con il cessionario ed il lavoratore conserva tutti i diritti che ne derivano (2555-2562).

Il cedente ed il cessionario sono obbligati, in solido (1292), per tutti i crediti che il lavoratore aveva al tempo del trasferimento. Con le procedure di cui agli articoli 410 e 411 del codice di procedura civile il lavoratore può consentire la liberazione del cedente dalle obbligazioni derivanti dal rapporto di lavoro. Il cessionario è tenuto ad applicare i trattamenti economici e normativi previsti dai contratti collettivi nazionali, territoriali ed aziendali vigenti alla data del trasferimento, fino alla loro scadenza, salvo che siano sostituiti da altri contratti collettivi applicabili all'impresa del cessionario. L'effetto di sostituzione si produce esclusivamente fra i contratti collettivi del medesimo livello.

Ferma restando la facoltà di esercitare il recesso ai sensi della normativa in materia di licenziamenti (2118, 2119), il trasferimento d'azienda non costituisce di per sé motivo di licenziamento. Il lavoratore, le cui condizioni di lavoro subiscono una sostanziale modifica nei tre mesi successivi al trasferimento d'azienda, può rassegnare le proprie dimissioni con gli effetti di cui all'articolo 2119, primo comma (2558).

Ai fini e per gli effetti di cui al presente articolo si intende per trasferimento d'azienda qualsiasi operazione che, in seguito a cessione contrattuale o fusione, comporti il mutamento nella titolarità di un'attività economica organizzata, con o senza scopo di lucro, preesistente al trasferimento e che conserva nel trasferimento la propria identità a prescindere dalla tipologia negoziale o dal provvedimento sulla base del quale il trasferimento è attuato ivi compresi l'usufrutto o l'affitto di azienda. Le disposizioni del presente articolo si applicano altresì al trasferimento di parte dell'azienda, intesa come articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata, identificata come tale dal cedente e dal cessionario al momento del suo trasferimento.

Nel caso in cui l'alienante stipuli con l'acquirente un contratto di appalto la cui esecuzione avviene utilizzando il ramo d'azienda oggetto di cessione, tra appaltante e appaltatore opera un regime di solidarietà di cui all'articolo 29, comma 2, del decreto legislativo 10 settembre 2003, n. 276.

²³ **Articolo 2343 c.c. Stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti.** Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la 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 e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.

dell'esperto: infatti chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società. Questa deve contenere la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, con la chiara attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. Dunque il perito dovrebbe attestare che l'aumento del capitale corrisponde e non è invece inferiore al valore dei conferimenti stessi.

Quando si tratta di conferimenti d'azienda, si cerca quindi di valutare e dare un valore non solo all'azienda nel suo complesso, ma anche ai singoli beni che la compongono, infatti secondo la giurisprudenza deve essere utilizzato un metodo utile al fine di far emergere tali valori, e dunque fare una comparazione tra il valore dell'intera azienda e invece quello dato dalla somma tra i valori dei singoli beni e dell'avviamento.

Questa relazione come abbiamo accennato in precedenza deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi secondo le disposizioni contenute nel seguente articolo:

Articolo 64 del codice di procedura civile. “ Si applicano al consulente tecnico le disposizioni del codice penale relativi ai periti. In ogni caso, il consulente tecnico che incorre in colpa grave nell'esecuzione degli atti che sono richiesti, è punito con l'arresto fino ad un anno o con l'ammenda fino a lire venti milioni. Si applica l'articolo 35 del codice penale. In ogni caso è dovuto il risarcimento dei danni causati alle parti. ”

Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci.

Chiaramente compito del perito sarà quello di stimare il valore dell'azienda conferita con gli opportuni criteri di valutazione, che fra i tanti più idonei saranno quelli che stimano il valore in funzione dei valori attesi.

Seguendo sempre la disciplina dell'articolo 2343, gli amministratori devono nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione e se sussistono fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima.

Ovviamente fino a quando le valutazioni non sono state attentamente controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono essere depositate presso la società.

Se al momento delle revisione delle valutazioni, risultasse un valore di crediti e beni inferiori di oltre un quinto la società deve provvedere alla riduzione proporzionale del capitale sociale, procedendo ad annullare di conseguenza le azioni che risultano scoperte, a meno che il socio non versi la differenza in denaro. In caso contrario questi può procedere anche a recesso dalla società ed ha diritto alla restituzione del conferimento effettuato nella società, qualora sia possibile in tutto o in parte.

L'articolo 2343 bis²⁴, tratta invece dei cosiddetti conferimenti "mascherati". La disciplina stabilisce che nel caso in cui ci sia l'idea da parte della società, di acquisto di

²⁴ **Articolo 2343 bis c.c. Acquisto della società da promotori, fondatori, soci e amministratori.**

L'acquisto da parte della società, per un corrispettivo pari o superiore al decimo del capitale sociale, di beni o di crediti dei promotori, dei fondatori, dei soci o degli amministratori, nei due anni dalla iscrizione della società nel registro delle imprese, deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria.

L'alienante deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società ovvero la documentazione di cui all'articolo 2343-ter primo e secondo comma contenente la descrizione dei beni o dei crediti, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che tale valore non è inferiore al corrispettivo, che deve comunque essere indicato.

La relazione deve essere depositata nella sede della società durante i quindici giorni che precedono l'assemblea. I soci possono prenderne visione. Entro trenta giorni dall'autorizzazione il verbale dell'assemblea, corredato dalla relazione dell'esperto designato dal tribunale ovvero dalla documentazione di cui all'articolo 2343-ter, deve essere depositato a cura degli amministratori presso l'ufficio del registro delle imprese.

un corrispettivo pari o superiore al decimo del capitale sociale dei beni o crediti dei promotori, dei fondatori, dei soci o degli amministratori nei due anni dalla iscrizione nel registro delle imprese, questa deve essere sottoposta all'autorizzazione dell'assemblea ordinaria.

L'alienante deve provvedere alla presentazione di una relazione giurata creata da un esperto designato dal tribunale, nel cui circondario ha sede la società, dove deve essere anche depositata la relazione stessa nei 15 giorni che precedono l'assemblea.

Nell'eventualità in cui vi sia violazione delle norme, dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi ne rispondono di concerto gli amministratori e l'alienante.

Infine, la normativa dettata dall'articolo 2343 ter c.c.²⁵ definisce i casi in cui non è richiesta la relazione di stima del perito:

Le disposizioni del presente articolo non si applicano agli acquisti che siano effettuati a condizioni normali nell'ambito delle operazioni correnti della società né a quelli che avvengono nei mercati regolamentati o sotto il controllo dell'autorità giudiziaria o amministrativa.

In caso di violazione delle disposizioni del presente articolo gli amministratori e l'alienante sono solidalmente responsabili per i danni causati alla società, ai soci ed ai terzi.

²⁵ **Articolo 2343 ter c.c. Conferimenti di beni in natura o crediti senza relazione di stima.** Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;

b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.

- Caso di conferimento di valori immobiliari, ovvero di strumenti del mercato monetario, solo nel caso in cui il valore ad essi attribuito e dell'eventuale sovrapprezzo risulta essere pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.
- Quando il valore risulta pari o inferiore al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente a quello in cui si effettua il conferimento, a condizione che il bilancio sia certificato da un revisore legale e questi non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetti del conferimento;
- Quando il valore sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi dal conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente utilizzati, a condizione che provenga da un esperto indipendente dotato di adeguata e comprovata professionalità.

5.3. Aspetti fiscali

Con riguardo agli aspetti fiscali attinenti ai conferimenti, la distinzione principale riguarda proprio l'oggetto dei conferimenti, se riguardano aziende nella loro interezza oppure sono relativi a rami d'azienda.

In entrambe le situazioni l'obiettivo chiave è quello di evitare che vi sia sottrazione dell'operazione alla tassazione sotto qualsiasi aspetto.

Il quadro di riferimento deve essere quello della distinzione tra conferimento ordinario o cosiddetto a valori fiscalmente riconosciuti, che generando plusvalenze e minusvalenze

Chi conferisce beni o crediti ai sensi del primo e secondo comma presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti e la sussistenza, per i conferimenti di cui al secondo comma, delle condizioni ivi indicate. La documentazione è allegata all'atto costitutivo.

L'esperto di cui al secondo comma, lettera b), risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi.

Ai fini dell'applicazione del secondo comma, lettera a), per la definizione di "fair value" si fa riferimento ai principi contabili internazionali adottati dall'Unione europea.

non gode della neutralità fiscale (art. 175 TUIR), e quello invece attinente all'azienda in "regime di neutralità" o "doppia sospensione d'imposta"(art. 176 TUIR).

Conferimento di partecipazioni

Quando si parla di conferimento di partecipazioni, se i soggetti coinvolti sono persone fisiche non imprenditori la normativa di riferimento sarà quella dell'art. 9 del Tuir²⁶ che prevede l'utilizzo del regime del realizzo al valore normale.

²⁶ **Articolo 9 del Tuir: Determinazione dei redditi e delle perdite.** I redditi e le perdite che concorrono a formare il reddito complessivo sono determinati distintamente per ciascuna categoria, secondo le disposizioni dei successivi capi, in base al risultato complessivo netto di tutti i cespiti che rientrano nella stessa categoria.

Per la determinazione dei redditi e delle perdite i corrispettivi, i proventi, le spese e gli oneri in valuta estera sono valutati secondo il cambio del giorno in cui sono stati percepiti o sostenuti o del giorno antecedente più prossimo e, in mancanza, secondo il cambio del mese in cui sono stati percepiti o sostenuti; quelli in natura sono valutati in base al valore normale dei beni e dei servizi da cui sono costituiti. In caso di conferimenti o apporti in società o in altri enti si considera corrispettivo conseguito il valore normale dei beni e dei crediti conferiti. Se le azioni o i titoli ricevuti sono negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri e il conferimento o l'apporto è proporzionale, il corrispettivo non può essere inferiore al valore normale determinato a norma del successivo comma 4, lettera a).

Per valore normale, salvo quanto stabilito nel comma 4 per i beni ivi considerati, si intende il prezzo o corrispettivo mediamente praticato per i beni e i servizi della stessa specie o similari, in condizioni di libera concorrenza e al medesimo stadio di commercializzazione, nel tempo e nel luogo in cui i beni o servizi sono stati acquisiti o prestati, e, in mancanza, nel tempo e nel luogo più prossimi. Per la determinazione del valore normale si fa riferimento, in quanto possibile, ai listini o alle tariffe del soggetto che ha fornito i beni o i servizi e, in mancanza, alle mercuriali e ai listini delle camere di commercio e alle tariffe professionali, tenendo conto degli sconti d'uso. Per i beni e i servizi soggetti a disciplina dei prezzi si fa riferimento ai provvedimenti in vigore.

Il valore normale è determinato: a) per le azioni, obbligazioni e altri titoli negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri, in base alla media aritmetica dei prezzi rilevati nell'ultimo mese; b) per le altre azioni, per le quote di società non azionarie e per i titoli o quote di partecipazione al capitale di enti diversi dalle società, in proporzione al valore del patrimonio netto della società o ente, ovvero, per le società o enti di nuova costituzione, all'ammontare complessivo dei conferimenti; c) per le obbligazioni e gli altri titoli diversi da quelli indicati alle lettere a) e b), comparativamente al valore normale dei titoli aventi analoghe caratteristiche negoziati in mercati regolamentati italiani o esteri e, in mancanza, in base ad altri elementi determinabili in modo obiettivo.

Trattandosi invece di persone giuridiche ed imprese individuali la normativa che si può utilizzare è quella dell'art. 9 del Tuir, come per le persone fisiche, e quella invece dell'art. 175 del Tuir che tratta del regime del realizzo "controllato".

La normativa italiana prevede una disciplina, dettata dall'art. 87 del Tuir, che riguarda le partecipazioni esenti. Secondo questa "le plusvalenze derivanti dalla cessione, dal risarcimento anche in forma assicurativa o da autoconsumo di partecipazioni, quote e strumenti finanziari assimilati, sono parzialmente esenti se sono soddisfatti alcuni requisiti connessi al periodo di possesso e alle caratteristiche soggettive delle società partecipate".

I requisiti necessari per poter usufruire del regime PEX (Participation Exemption) sono i seguenti:

- Periodo di possesso minimo : dal primo giorno del dodicesimo mese precedente quello dell'avvenuta cessione considerando cedute per prime le azioni o quote acquisite in data più recente. Si parla del cosiddetto *holding period*.
- Classificazione nel primo bilancio chiuso, durante il periodo di possesso, tra le immobilizzazioni finanziarie;
- Residenza fiscale della partecipata in uno stato o territorio che non sia tra quelli a regime fiscale privilegiato (black list). Tale requisito che può essere anche dimostrato con apposito interpello deve sussistere, ininterrottamente, al momento del realizzo, almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso. Nel caso in cui la partecipazione sia detenuta da meno di tre anni, si fa riferimento al minor periodo intercorso tra l'atto costitutivo e la cessione della partecipazione;
- Esercizio di attività commerciale da parte della partecipata: questo requisito non sussiste ovviamente per le società il cui patrimonio è prevalentemente composto da beni immobili diversi dagli immobili alla cui produzione e al cui scambio è diretta l'attività d'impresa. Tale requisito deve sussistere

Ai fini delle imposte sui redditi le disposizioni relative alle cessioni a titolo oneroso valgono anche per gli atti a titolo oneroso che importano costituzione o trasferimento di diritti reali di godimento e per i conferimenti in società

ininterrottamente al momento del realizzo , almeno dall'inizio del terzo periodo d'imposta anteriore al realizzo stesso. Come prima, nel caso in cui si parli di società partecipata da meno di tre anni, si fa riferimento al minor periodo intercorso tra l'atto costitutivo e la cessione della partecipazione.

Se anche uno solo di questi requisiti viene a mancare non è possibile usufruire del regime PEX.

Inoltre occorre chiarire quali sono le attività finanziarie che possono generare plusvalenze qualificabili per l'esenzione:

- azioni, tra cui anche le azioni proprie;
- quote di partecipazioni in società di persone ed enti equiparati (escluse le società semplici e assimilate) nonché in società ed enti soggetti ad IRES;
- diritti di usufrutto e diritti di opzione ceduti dallo stesso proprietario della relativa partecipazione;
- partecipazioni al capitale o al patrimonio di società ed enti residenti e non residenti;
- contratti di associazione in partecipazione, allorché sia previsto un apporto diverso da quello di opere e servizi;
- somme o valore normale dei beni ricevuti a titolo di ripartizione del capitale e delle riserve di capitale, per l'ammontare che eccede il valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione nei casi di distribuzione di riserve, recesso, esclusione, riscatto, riduzione di capitale o liquidazione di società ed enti.

Tabella riassuntiva:

<i>Soggetti (contribuenti)</i>	<i>Percentuali di esenzione e tassazione della plusvalenza</i>
Società di capitali ed enti commerciali (art.87 Tuir)	-esente per il 95%: la plusvalenza concorre alla formazione del reddito senza la possibilità di rateazione per il 5% di conseguenza l'aliquota Ires effettivamente applicata sarà pari all'1,375%.
Società di persone (ad esclusione delle società semplici e assimilate) in contabilità ordinaria anche per opzione (art. 58 Tuir, art.2 del D.M. 2/04/2008)	-esente per il 50,28%: la plusvalenza concorre alla formazione del reddito di periodo, senza possibilità di rateazione per il 49,72%; -rimane l'esenzione del 60% per le plusvalenze realizzate anteriormente al 1 gennaio 2009 anche se i corrispettivi sono percepiti in qualsiasi misura successivamente.
Imprese individuali in contabilità ordinaria anche per opzione (art.58 Tuir, art.2 del D.M. 2/04/2008)	-esente per il 50,28%: la plusvalenza concorre alla formazione del reddito di periodo, senza possibilità di rateazione per il 49,72%; -rimane l'esenzione del 60% per le plusvalenze realizzate anteriormente al 1 gennaio 2009 anche se i corrispettivi sono percepiti in qualsiasi misura successivamente.

Tratto da Elaborazioni personali del Prof. Alessandro Mechelli.

L'articolo 175 del Tuir invece recita:

“Ai fini dell'applicazione delle disposizioni di cui all'articolo 86, fatti salvi i casi di esenzione di cui all'articolo 87, per i conferimenti di partecipazioni di controllo o di collegamento ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, contenente disposizioni in materia di società controllate e collegate, effettuati tra soggetti residenti in Italia nell'esercizio di imprese commerciali, si considera valore di realizzo quello attribuito alle partecipazioni, ricevute in cambio dell'oggetto conferito, nelle scritture contabili del soggetto conferente ovvero, se superiore, quello attribuito alle partecipazioni conferite nelle scritture contabili del soggetto conferitario.

Le disposizioni del comma 1 non si applicano ed il valore di realizzo e' determinato ai sensi dell'articolo 9 nel caso di conferimento di partecipazioni di controllo o di

collegamento prive dei requisiti per l'esenzione di cui all'articolo 87 se le partecipazioni ricevute non sono anch'esse prive dei requisiti predetti, senza considerare quello di cui alla lettera a) del comma 1 del medesimo articolo 87”.

Una nota particolare merita la trattazione relativa alle Holding: “per le partecipazioni in società la cui attività consiste, in via esclusiva o prevalente, nell’assunzione di partecipazioni, i requisiti della residenza e della commercialità sono riferiti alle società da questa direttamente o indirettamente partecipate e si verificano quando tali requisiti sussistono nei confronti delle partecipate che rappresentano la maggior parte del valore del patrimonio sociale della partecipante: nel caso in cui la holding detiene partecipazioni in una sub-holding occorrerà valutare anche le partecipazioni da quest’ultima possedute”.

Il presente articolo riguarda le partecipazioni di controllo e di collegamento che legano le varie società tra di loro.

Possiamo definire una partecipazione di controllo quando quest’ultima consente di esercitare una influenza dominante sulla società partecipata e specificatamente quando:

- si possiede la maggioranza dei voti nell’assemblea ordinaria;
- si possiedono voti sufficienti per esercitare un’influenza dominante;
- sulla società viene esercitata un’influenza dominante per vincoli contrattuali.

Si parla invece di partecipazione di collegamento quando sulla società viene esercitata un’influenza notevole e si presume il collegamento quando nell’assemblea ordinaria possono essere esercitati voti di una percentuale del 20% per le società non quotate e di almeno il 10% se la società ha azioni quotate in borsa sia italiane che estere.

	<i>Tassazione al valore normale</i>	<i>Conferente</i>
Azioni conferite e azioni ricevute dalla conferitaria prive dei requisiti di cui all'art. 87 Tuir No Pex /no Pex	NO SI	-partecipazione di controllo / collegamento plusvalenza dell'operazione imponibile. Valutazione in base all'importo iscritto nelle scritture contabili della conferente o se maggiore, della conferitaria; -partecipazione non di controllo o collegamento: plusvalenze dell'operazione imponibile. Valutazione fatta in base al valore normale.
Azioni conferite prive dei requisiti PEX e azioni ricevute aventi tali requisiti. No Pex/ Pex	SI	Plusvalenza imponibile al valore normale
Azioni conferite con i requisiti PEX e azioni ricevute senza requisiti Pex/No Pex	NO	Plusvalenza esente al 95%
Azioni conferite e ricevute entrambe con i requisiti PEX	NO	Plusvalenza esente al 95%

Tratto da Elaborazioni personali del Prof. Mastrapasqua.

Conferimenti di azienda

Quando l'oggetto del conferimento è un'azienda nel suo complesso, vige il sistema della doppia sospensione d'imposta, cioè un'esenzione sia in capo alla conferente, sia in capo alla conferitaria.

L'impresa conferente deve essere residente nel territorio dello stato e può trattarsi di imprenditore individuale, società di persone o di capitali; invece per quanto riguarda la conferitaria può essere una società di capitali o ente commerciale residente, soggetto a

tassazione Ires , ma anche società di persone ed imprese non residenti, a patto che l'azienda oggetto dell'operazione si trovi in Italia.

Secondo la normativa vigente dunque, il conferimento non rappresenta realizzo di plusvalenze, anche se i maggiori valori vengono evidenziati nelle scritture contabili della sola conferitaria. La differenza tra valori civili e fiscali dell'azienda, da riprendere a tassazione verranno esposti nell'apposito prospetto della dichiarazione , il Quadro RV – sezioni I del Modello Unico.

Dunque, ricapitolando ai sensi dell'art.176²⁷, comma 1 del Tuir, i conferimenti di aziende effettuati in regime di neutralità fiscale non comportano il realizzo né di plusvalenze né di minusvalenze, in quanto:

²⁷ **Articolo 176 Tuir. Regimi fiscali del conferente e del soggetto conferitario.** I conferimenti di aziende effettuati tra soggetti residenti nel territorio dello Stato nell'esercizio di imprese commerciali, non costituiscono realizzo di plusvalenze o minusvalenze . Tuttavia il soggetto conferente deve assumere, quale valore delle partecipazioni ricevute, l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'azienda conferita e il soggetto conferitario subentra nella posizione di quello conferente in ordine agli elementi dell'attivo e del passivo dell'azienda stessa, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio e i valori fiscalmente riconosciuti.

Le disposizioni di cui al comma 1 si applicano anche se il conferente o il conferitario e' un soggetto non residente, qualora il conferimento abbia ad oggetto aziende situate nel territorio dello Stato.

In caso di conferimento dell'unica azienda dell'imprenditore individuale, la successiva cessione delle partecipazioni ricevute a seguito del conferimento e' disciplinata dagli articoli 67, comma 1, lettera c), e 68, assumendo come costo delle stesse l'ultimo valore fiscale dell'azienda conferita.

In luogo dell'applicazione delle disposizioni dei commi 1, 2 e 2-bis, la società conferitaria può optare, nella dichiarazione dei redditi relativa all'esercizio nel corso del quale e' stata posta in essere l'operazione o, al più tardi, in quella del periodo d'imposta successivo, per l'applicazione, in tutto o in parte, sui maggiori valori attribuiti in bilancio agli elementi dell'attivo costituenti immobilizzazioni materiali e immateriali relativi all'azienda ricevuta, di un'imposta sostitutiva dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, dell'imposta sul reddito delle società e dell'imposta regionale sulle attività produttive, con aliquota del 12 per cento sulla parte dei maggiori valori ricompresi nel limite di 5 milioni di euro, del 14 per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede 5 milioni di euro e fino a 10 milioni di euro e del 16 per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10 milioni di euro. I maggiori valori assoggettati a imposta sostitutiva si considerano riconosciuti ai fini dell'ammortamento a partire dal periodo d'imposta nel corso del quale e' esercitata l'opzione; in caso di realizzo dei beni anteriormente al quarto periodo d'imposta successivo a quello dell'opzione, il costo fiscale e' ridotto dei maggiori valori assoggettati a imposta sostitutiva e dell'eventuale maggior ammortamento dedotto e l'imposta sostitutiva versata e' scomputata dall'imposta sui redditi ai sensi degli articoli 22 e 79.

- Il soggetto conferente assume come valore fiscale della partecipazione ricevuta, l'ultimo valore fiscale dell'azienda conferita;
- Il soggetto conferitario subentra nella posizione del soggetto conferente in relazione agli elementi attivi e passivi dell'azienda ricevuta.

Al quarto comma dell'articolo in questione si esplicita che, le aziende acquisite in dipendenza di conferimenti effettuati in neutralità fiscale si considerano possedute dalla conferitaria anche per il periodo di possesso del conferente e che le partecipazioni ricevute dai soggetti che hanno effettuato i conferimenti di aziende in neutralità fiscale si considerano iscritte come immobilizzazioni finanziarie nei bilanci in cui risultavano iscritti i beni dell'azienda conferita o in cui risultavano iscritte come immobilizzazioni le partecipazioni date in cambio.

Imposte indirette

<i>Conferimento di aziende</i>	
IVA	Fuori campo di applicazione
Imposta di registro	Misura fissa ad euro 200,00
Imposte ipotecarie e catastali	Misure fisse di euro 200,00

Non rileva ai fini dell'articolo 37-bis del decreto del Presidente della Repubblica 29 settembre 1973, n. 600, il conferimento dell'azienda secondo i regimi di continuità dei valori fiscali riconosciuti o di imposizione sostitutiva di cui al presente articolo e la successiva cessione della partecipazione ricevuta per usufruire dell'esenzione di cui all'articolo 87, o di quella di cui agli articoli 58 e 68, comma 3. Le aziende acquisite in dipendenza di conferimenti effettuati con il regime di cui al presente articolo si considerano possedute dal soggetto conferitario anche per il periodo di possesso del soggetto conferente. Le partecipazioni ricevute dai soggetti che hanno effettuato i conferimenti di cui al periodo precedente o le operazioni di cui all'articolo 178, in regime di neutralità fiscale, si considerano iscritte come immobilizzazioni finanziarie nei bilanci in cui risultavano iscritti i beni dell'azienda conferita o in cui risultavano iscritte, come immobilizzazioni, le partecipazioni date in cambio.

Nelle ipotesi di cui ai commi 1, 2 e 2-bis, L'eccedenza in sospensione di imposta, ai sensi dell'articolo 109, comma 4, lettera b), relativa all'azienda conferita non concorre alla formazione del reddito del soggetto conferente e si trasferisce al soggetto conferitario a condizione che questi istituisca il vincolo di sospensione d'imposta previsto dalla norma predetta.

<i>Conferimento di partecipazioni</i>	
IVA	Fuori campo di applicazione
Imposta di registro	Misura fissa di euro 200,00

5.4. Aspetti contabili

La contabilità relativa alle operazioni di conferimento, deve essere analizzata sotto il duplice profilo della conferente e della conferitaria.

Nel primo caso, la prima azione che verrà svolta sarà certamente quella dell'individuazione di un perimetro di conferimento, svolta da un perito che effettuerà, come abbiamo detto in precedenza, una perizia a valori correnti.

Poniamo, a titolo d'esempio, una situazione in cui una società X alla data 1/1/0x decida di conferire la propria azienda nella società Y di nuova costituzione.

La situazione patrimoniale della conferente sarà la seguente:

SP società X

Impianti	3000	Debiti diversi	1000	
Terreni	5000	Fondo rischi	500	
Crediti	2000			
		Capitale sociale	8000	
		Riserve	400	PN = 8500
		Utili in corso	100	

La perizia effettuata dal perito sarà invece la seguente:

Valutazione del perito

Impianti	2000	Debiti Diversi	1000	
Terreni	7000	Fondo rischi	1000	
Crediti	1000			
Avviamento	5000	Valore economico	13000	VE > PN

N.B. Abbiamo contabilizzato l'avviamento che sappiamo bene può essere iscritto solo se acquisito a titolo oneroso, di conseguenza sarà solo la conferitaria a poterlo iscrivere in bilancio.

A questo punto, occorre evidenziare eventuali differenze presenti nella perizia rispetto ai valori riportati nella contabilità della conferente e procedere alle opportune valutazioni e iscrizioni contabili.

Scritture della conferente X

Debiti	a	Impianti	1000	3000
Fondo rischi		Terreni	500	5000
Soc. Y c/ conferimento		Crediti	13000	2000
		Plusvalenza		4500
Partecipazioni	a	Soc. B c/ conferimento	13000	13000

Scritture della conferitaria Y

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale	13000	13000
Impianti	a	Passività diverse	2000	1000
Terreni		Fondo rischi	7000	1000
Crediti		Soc. X c/conferimento	1000	13000
Avviamento			5000	
Soc. X c/ conferimento	a	Azioni sottoscritte	13000	13000

Nell'esempio sopra riportato, non emergono differenze di fusione, perché vengono rilevati nelle scritture i valori correnti e non invece quelli contabili: infatti i valori riportati nelle scritture della conferitaria sono quelli che il perito ha messo in evidenza nella sua stima e non quelli, invece, di contabilizzazione iniziale nello stato patrimoniale della conferente.

Inoltre occorre porre attenzione sul fatto che il valore economico dell'azienda, che emerge dalla perizia del perito, risulta essere di ammontare maggiore rispetto al valore del patrimonio netto. Questo comporta, come abbiamo visto nel caso della cessione, l'emergere di una plusvalenza.

Poniamo invece il caso in cui si verifichi la situazione opposta, cioè il valore economico è inferiore rispetto a quello del patrimonio netto, si ha dunque:

SP società conferente X

Impianti	3000	Debiti diversi	1000	
Terreni	5000	Fondo rischi	500	
Crediti	2000			
		Capitale sociale	8000	
		Riserve	400	PN 8500
		Utili in corso	100	

Valutazione del perito

Impianti	2000	Debiti Diversi	1000	
Terreni	7000	Fondo Rischi	4500	
Crediti	1000			
		Valore economico	4500	VE<PN

Scritture della conferente X

Debiti	a	Impianti	1000	3000
Fondo rischi		Terreni	500	5000
Minusvalenza		Crediti	4000	2000
Soc. Y c/ conferimento			4500	
Partecipazioni	a	Soc. Y c/ confer.	4500	4500

Scritture della conferitaria Y

Azioni sottoscritte	a	Capitale sociale	4500	4500
Impianti	a	Passività diverse	2000	1000
Terreni		Fondo rischi	7000	4500
Crediti		Soc. X c/ conferimento	1000	4500
Soc. X c/ conferimento	a	Azioni sottoscritte	4500	4500

N.B. E' possibile avere avviamento anche in caso di presenza di una minusvalenza, questa infatti è dovuta alla differenza tra valori correnti e valori contabili, mentre l'avviamento è legato, ad esempio, al valore di un determinato bene.

La prassi. Il caso Fiat

Fondata nel 1899 a Torino, la Fiat è oggi una delle grandi case produttrici di automobili. È un marchio automobilistico FCA Italy, a sua volta facente parte del gruppo Fiat Chrysler Automobiles. Alla fine degli anni sessanta, la Fiat uscita della fase di ricostruzione post- bellica era un'unica grande società, incentrata principalmente sul settore auto, anche se al suo interno erano presenti anche produzioni di veicoli industriali, macchine del settore ferroviario ecc.

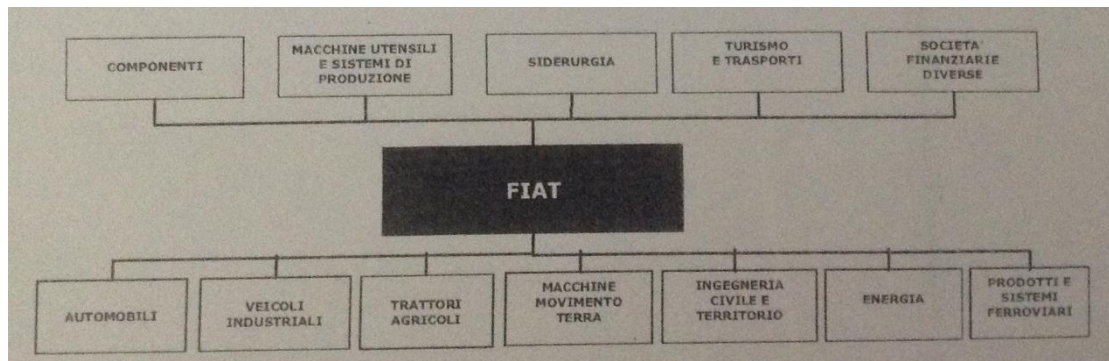
La sua struttura organizzativa e decisionale faceva capo essenzialmente ad un unico centro di profitto: le decisioni provenivano da un'unica entità decisionale.

Essendo una società troppo complessa e ampia, la difficoltà incontrata dal top management nella gestione, nella programmazione strategica era evidente e comportava risposte rallentate agli stimoli offerti dal mercato.

La soluzione a tali problematiche venne rintracciata in un'operazione di conferimento, in cui la Fiat S.p.a. incorporò le varie attività operative conferendole in società preesistenti o di nuova costituzione, ricevendone in cambio azioni o quote di partecipazione, e assumendo la veste di capogruppo.

Inoltre la scelta di attuare un'operazione di conferimento fu anche dettata dalla volontà di accrescere la capacità di credito complessivo del gruppo, ridurre il grado di rischio e pervenire ad una finanziarizzazione dell'attivo che permettesse l'implementazione di strategie finanziarie più complesse.

La struttura del gruppo post- operazione può essere rappresentata come segue:



Tratto da: G. Savioli, "Le operazioni di gestione straordinaria", Terza Ed. , Giuffrè Editore, Milano 2008.

Codice Etico M&A

Si riportano a titolo conoscitivo, le principali indicazioni del Codice Etico in termini di Mergers and Acquisition.

Sezione I. Ambito di applicazione.

Il presente Codice Etico si rivolge ad Advisor Finanziari che operano nell'ambito di operazioni M&A (di seguito "Advisor M&A"). In tale ambito, per Advisor M&A si intendono operatori che svolgono professionalmente attività di assistenza finanziaria e negoziale a soggetti fisici e/o giuridici coinvolti in operazioni di M&A. Nello specifico, per operazioni di M&A si intendono processi finalizzati ad acquisizioni, cessioni e/o fusioni tra gruppi, società e/o complessi aziendali.

Per svolgere in modo professionale tale attività di assistenza finanziaria e negoziale nell'ambito di operazioni M&A si ritiene necessario che l'Advisor M&A abbia le seguenti caratteristiche:

- *una struttura specificatamente dedicata all'attività di M&A;*
- *un modello organizzativo interno caratterizzato da una struttura basata su diversi livelli decisionali e operativi;*
- *un modello organizzativo interno caratterizzato da processi e/o procedure definiti e condivisi;*
- *un approccio sistematico al mercato in un'ottica di lungo periodo.*

Sezione II . Principi Generali.

L'Advisor M&A svolge la propria attività professionale, fermo restando la normativa vigente, sulla base dei comuni principi etici di:

- *onestà e correttezza;*
- *indipendenza;*
- *oggettività;*
- *assenza di conflitto di interessi;*
- *legalità;*
- *professionalità.*

Sezione III. Rapporti con i clienti.

Art. 1 Origine dell'incarico.

L'Advisor M&A si impegna a verificare che lo scopo e gli obiettivi dell'incarico e, più in generale, le finalità dell'operazione nella quale è chiamato a prestare la propria assistenza, sottendano possibili situazioni non in linea con i Principi Generali di cui alla sezione precedente e, se del caso, a rinunciare all'incarico.

Art. 2 . Trattamento delle informazioni

Nei rapporti con i clienti, l'Advisor M&A si impegna a:

- *trattare le informazioni in modo riservato, confidenziale e ad utilizzarle esclusivamente ai fini dello specifico incarico fintanto che esse non siano diventate di dominio pubblico;*
- *garantire puntualità e trasparenza nel passaggio delle informazioni raccolte o ricevute da terzi;*
- *non omettere di comunicare le informazioni ricevute o raccolte che siano rilevanti per la realizzazione dell'operazione, né di alterarle deliberatamente;*
- *non fornire informazioni di natura riservata di cui è entrato in possesso nello svolgere qualunque altro incarico e/o affare in connessione con prestazioni di servizi a favore di altri soggetti che non siano diventate di dominio pubblico;*
- *rappresentare in modo veritiero e fedele le informazioni ricevute o raccolte nel corso del mandato.*

Art.3. Modalità di svolgimento del'incarico.

Nello svolgere il proprio incarico, l'Advisor M&A si impegna a :

- *formalizzare il mandato per iscritto con chiara evidenza delle attività da svolgere per il completamento dell'operazione;*
- *utilizzare approcci e metodologie tecniche riconosciute dalla più comune prassi di mercato;*
- *evidenziare esaurientemente le assunzioni/ ipotesi utilizzate in ambito valutativo ai fini della determinazione del prezzo o del valore economico o della valutazione di un'offerta ricevuta o effettuata e sottolineare che i risultati*

ottenuti sono, in ogni caso, frutto di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati;

- utilizzare una comunicazione chiara e trasparente, evidenziando altresì i rischi e le criticità connessi alla natura e oggetto dell'incarico;
- specificare compatibilmente con la natura dell'incarico:
 - I. le possibili tempistiche di svolgimento dello stesso (fatta salva l'effettiva disponibilità di informazione secondo i tempi e le modalità previste, oltre che l'effettivo allineamento di tutti i soggetti eventualmente coinvolti nell'operazione alle stesse);
 - II. le eventuali criticità connesse;
 - III. la tipologia di operazione o processo da perseguire.

Art.4 Team di lavoro

Nello strutturare l'azione dell'incarico, l'Advisor M&A impegna a:

- avvalersi di un team adeguato in termini di professionalità, competenza e seniority alle esigenze dell'incarico;
- dedicare le risorse e l'ingegno e l'impegno necessari per l'espletamento dell'incarico, anche sulla base di quanto concordato con il cliente.

Art.5. Conflitto di interessi

L'Advisor M&A agisce nell'interesse esclusivo del cliente e si impegna a :

- ricevere il mandato solo da una delle Parti salvo casi particolari, quando è volontà delle Parti di conferire congiuntamente il mandato;
- verificare l'esistenza di potenziali conflitti di interesse prima e durante lo svolgimento dell'incarico e a comunicarli tempestivamente al cliente laddove siano presenti e/o emergenti, fermo restando quanto previsto dalla legge;
- non porre in essere, ovvero a non essere oggetto di azioni (che possano anche solo essere interpretati come eccedenti le normali pratiche commerciali e di cortesia), rivolte ad acquisire trattamenti di favore nella conduzione di qualsiasi attività e che possano influenzare l'indipendenza di giudizio e/o indurre ad assicurare un qualsiasi vantaggio.

Art.6. Corrispettivi

L'Advisor M&A struttura il proprio schema di remunerazione secondo la prassi di mercato, impegnandosi ad esplicitare in modo più chiaro possibile lo stesso al cliente e basandosi sull'oggetto specifico dell'eventuale operazione, sulla natura dell'incarico, sull'impegno richiesto, sui rischi connessi e sul valore apportato.

Laddove vi sia stretta correlazione tra la remunerazione (o parte della stessa) e i tempi/durata dell'incarico, l'Advisor M&A si impegna a rendere edotto il cliente, in piena trasparenza di tale nesso.

Sezione IV – Rapporti con i soggetti Terzi

Art.7.Rapporti con le controparti

Nei rapporti con le controparti, l'Advisor M&A si impegna a:

- *trattare le informazioni in modo riservato, confidenziale e ad utilizzarle esclusivamente ai fini dello specifico incarico, garantendo puntualità e trasparenza nel passaggio delle stesse;*
- *non alterare deliberatamente le informazioni ricevute;*
- *fare in modo che, per quanto di sua competenza e sulla base di quanto concordato con il cliente, tutte le parti coinvolte nell'operazione si attengano alle opportune accortezze in termini di confidenzialità e riservatezza.*

Art. 8. Rapporti con altri soggetti terzi.

Nei rapporti con altri soggetti terzi, l' Advisor M&A si impegna a:

- *garantire che le informazioni di carattere confidenziale acquisite della clientela e/o dalle controparti non siano comunicate a soggetti terzi all'esterno della società;*
- *non diffondere, in ogni caso, notizie o commenti falsi o tendenziosi;*
- *utilizzare un linguaggio improntato alla cautela e alla moderazione, al fine di evitare ogni ingiustificata e/o inopportuna interpretazione (da parte dell'opinione pubblica e/o di soggetti terzi) su fatti relativi al proprio incarico.*

Tratto da :Guida M&A. Come valutare,acquistare e cedere un'azienda. AIFI (Associazione Italiana del Private Equity e Venture Capital)

Titolo IV: Operazioni di aggregazione aziendale secondo i principi contabili internazionali

Operazioni di Business Combinations secondo i principi contabili internazionali.

Le Business Combinations

6.1. Aspetti generali

Considerando un profilo più ampio, che non si limita soltanto alle modalità con cui le operazioni di aggregazione aziendale vengono trattate civilisticamente , fiscalmente ed anche contabilmente dalla normativa e dalla prassi vigente in Italia, possiamo ora ad illustrare le modalità con cui le Business Combinations vengono trattate in ambito internazionale, seguendo la disciplina degli IAS-IFRS.

Cosa sono i principi IAS- IFRS?

Nel corso degli ultimi anni uno dei principali obiettivi della Comunità Europea è stato quello dell'armonizzazione delle regole contabili al fine di agevolare lo sviluppo e l'efficienza dei mercati finanziari europei.

È chiaro dunque che all'interno della Comunità Europea è possibile applicare varie tipologie di regole contabili, e che di conseguenza questa possibilità renda difficoltoso il confronto dei bilanci delle imprese di ciascun paese, costituendo di fatti un freno allo sviluppo di tali mercati.

La normativa contabile europea, in particolare la IV e VII direttiva, rispettivamente in tema di bilancio d'esercizio e bilancio consolidato, applicata in modo differente nei vari paesi non risultava più adeguata nel garantire tale obiettivo.

Questa serie di motivazioni ha portato via via la Comunità Europea ad introdurre i principi internazionali IAS/IFRS dello IASB, International Accounting Standard Board, all'interno di ciascun paese membro in modo tale da creare un unico corpus di regole contabili organico, coordinato e qualitativamente riconosciuto a livello internazionale.

In Italia il D.Lgs. n.38/2005 ha previsto l'obbligo o la facoltà di applicare i principi contabili internazionali a partire dal 1° gennaio 2005, per alcune tipologie di società, nello specifico:

- Società quotate;
- Società con strumenti finanziari diffusi;
- Banche
- Intermediari finanziari;
- Imprese di assicurazione.

Le altre società continuano ad applicare la normativa interna, comprese le norme dettate dal codice civile.

Di seguito sarà analizzato il passaggio dal principio contabile IFRS 3 all'IFRS 3 Revised, e le differenze rintracciabili tra i due.

6.2. *Il principio contabile internazionale IFRS 3*

Il principio contabile IFRS 3 regola la disciplina delle aggregazioni dal punto di vista internazionale e stabilisce le modalità con cui un'impresa deve contabilizzare e riportare le informazioni finanziarie quando si verifica una Business Combinations.

In particolare l'IFRS 3 definisce le modalità di contabilizzazione, cioè le modalità di riconoscimento, misurazione e presentazione delle attività e passività, anche potenziali dell'impresa acquisita.

L'IFRS 3 è applicabile alle aggregazioni che comportano l'acquisizione del controllo da parte dell'impresa acquirente, che deve sempre essere identificata contabilmente, senza distinzione alcuna in funzione delle diverse tipologie di operazioni di finanza straordinaria (acquisizione, fusione, scissione, conferimento, ...) poste in essere per realizzare l'acquisizione del controllo.

Secondo l'IFRS 3 non costituiscono fattispecie di Business Combinations:

- acquisizioni di singoli elementi patrimoniali;
- controllo su imprese legali che non costituiscono un business (ad esempio, raggruppamenti temporanei di imprese);
- aggregazioni aziendali in cui entità o attività aziendali distinte si aggregano per costituire una joint venture (si applica lo IAS 28 e l'IFRS 11);
- aggregazioni di imprese o imprese sotto controllo comune, come ad esempio fusione tra due controllate, fusione tra una controllata ed un ramo d'azienda di

un'altra impresa controllata, scissione proporzionale cioè quando non comporta una variazione negli assetti di controllo. In questo caso utile ricordare che la percentuale di interessenza in ognuna delle imprese oggetto della Business Combination, sia pre che post operazione, non è rilevante nel determinare se l'aggregazione coinvolga imprese sotto controllo comune. Inoltre occorre puntualizzare che se una società controllata è stata esclusa dal consolidato di un gruppo ciò non vuol dire che sia rilevante nel determinare se una Business Combination coinvolga imprese sottoposte a controllo comune o meno;

- aggregazioni aziendali a cui partecipano due o più imprese mutualistiche;
- aggregazioni aziendali in cui imprese o attività aziendali distinte si aggregano per costituire una impresa che redige il bilancio, unicamente per contratto e senza una partecipazione di capitale.

6.3.Applicazione dell'IFRS 3: Metodo di contabilizzazione Purchase Method

Tutte le Business Combinations che ricadono nell'ambito di applicazione dell'IFRS 3 devono essere contabilizzate con il metodo conosciuto come metodo del costo o Purchase Method.

Gli elementi principali possono essere rintracciati in:

- centralità del passaggio del controllo;
- identificazione del compratore;
- determinazione del costo della Business Combination;
- rilevanza degli effetti contabili della Business Combination dalla data di acquisto, che coincide con il momento in cui si acquisisce effettivamente il controllo.

L'individuazione dell'acquirente

Per tutte le aggregazioni aziendali deve essere necessariamente individuato un acquirente.

Come si identifica un acquirente?

L'acquirente è colui che ottiene il controllo dell'impresa, nonché il potere di determinare le politiche gestionali e finanziarie di un'impresa o attività aziendale al fine di ottenere benefici dalla sua attività.

Spesso è difficile l'individuazione dell'acquirente, ma possiamo identificarlo quando si verificano condizioni particolari:

- controlla più della metà dei voti esercitabili in assemblea, compresi i voti potenziali e quelli derivanti da accordi;
- riesce a governare le politiche finanziarie e operative della nuova entità;
- ha il potere di revoca del Cda;
- ha il maggior fair value;
- acquista per cassa in uno scambio di strumenti di capitale;
- ha fornito il management che gestisce la nuova entità.

In un aggregazione aziendale realizzata mediante uno scambio di interessenze partecipative, l'impresa che emette tali interessenze è di norma l'acquirente, salvo il caso in cui non si verifichi una acquisizione / fusione inversa tra società che non sono sotto controllo comune: in alcune aggregazioni aziendali dette acquisizioni inverse, l'acquirente è l'impresa le cui interessenze partecipative vengono acquistate e l'acquisito è l'emittente (caso in cui un'impresa non quotata predispone la propria acquisizione da parte di una avente dimensioni minori quotata, al solo fine di ottenere la quotazione in borsa).

Solitamente dunque l'acquirente è l'impresa che ha le dimensioni maggiori, ma esistono situazioni in cui accade l'esatto contrario.

Misurazione del costo

Il costo della Business Combination deve essere attentamente valutato e calcolato secondo quanto disposto dal paragrafo 24 del IFRS 3 ed il paragrafo 67 delle relative Basis for Conclusions.

Si tratta dunque di considerare il costo come una somma complessiva di:

- fair value, alla data di scambio, delle attività cedute , delle passività sostenute o assunte e degli strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente , in cambio del controllo dell'acquisto;
- qualunque costo direttamente attribuibile all'aggregazione aziendale.

Consideriamo adesso alcuni elementi fondamentali relativi all'operazione stessa:

Modalità contrattuali. Le modalità contrattuali possono essere una determinante fondamentale per la definizione dell'effettiva data di scambio che rappresenta il momento rilevante per la contabilizzazione e soprattutto la decorrenza degli effetti finanziari dell'operazione di aggregazione.

Mezzi di pagamento. Sono generalmente rappresentati da : cassa, strumenti finanziari generalmente assimilabili alla cassa, e strumenti rappresentativi del capitale. Nel caso in cui la contropartita per le operazioni siano rappresentati da cassa o strumenti affini, non si ravvisano problemi di determinazione del fair value diversi da quelli riconducibili alla loro attualizzazione, invece quando le contropartite sono strumenti rappresentativi del capitale e opzioni il discorso da fare è chiaramente l'opposto.

Determinazione del fair value dei mezzi di pagamento diversi dalla cassa.

Il prezzo di borsa alla data dello scambio di uno strumento rappresentativo del capitale quotato rappresenta la prova migliore del fair value dello strumento . Nel caso in cui tale valore risulta essere, dalle dimostrazioni dell'acquirente, non attendibile (come ad esempio nel caso in cui il prezzo di borsa è condizionato dalla illiquidità del mercato) occorre allora provvedere all'utilizzo di altri parametri e metodi di valutazione. Se, ad esempio, il prezzo di borsa alla data dello scambio risulta essere un indicatore non attendibile, o se addirittura non esiste un prezzo di borsa per gli strumenti rappresentativi del capitale, il fair value di tali strumenti potrebbe essere stimato con riferimento alla relativa interessenza proporzionale nel fair value dell'acquirente o con riferimento all'interessenza proporzionale nel fair value dell'acquisito, a seconda di quale sia quella più palesemente evidente.

In ogni caso, qualsiasi sia il metodo utilizzato occorre considerare tutti gli aspetti dell'aggregazione, inclusi quelli che possono essere considerati fattori significativi che influenzano le negoziazioni.

Parleremo e approfondiremo più avanti, il concetto di fair value.

Attualizzazione dei pagamenti differiti. Le attività cedute e le passività sostenute o assunte dall'acquirente in cambio del controllo devono essere misurate al loro fair value alla data dello scambio. Per cui se il regolamento totalitario o parziale del costo di un'aggregazione aziendale è differito, il fair value di quest'ultima deve essere determinato attualizzando gli importi liquidabili ai relativi valori attuali alla data dello scambio, tenendo conto dei probabili premi o sconti all'atto del regolamento.

Identificazione dei costi accessori

Precedentemente abbiamo sottolineato come il costo di un'aggregazione aziendale include le passività sostenute o assunte dall'acquirente, in cambio di ciò che abbiamo identificato come controllo, ma esclude quei costi (d'integrazione) previsti per l'acquisizione che non sono parte della Business Combination al momento dell'acquisto.

Per questo motivo al momento della contabilizzazione devono essere individuate:

- le componenti di costo che rientrano direttamente nel costo della Business Combination e
- componenti di costo estranee, cioè che non rientrano nel costo di acquisizione.

I costi che possono essere imputati alla Business Combination sono essenzialmente costi esterni, in quanto quelli interni possono essere imputati soltanto nel caso (abbastanza raro) in cui vi sia una costituzione di un'unità interna avente l'obiettivo di seguire esclusivamente lo specifico processo di acquisizione.

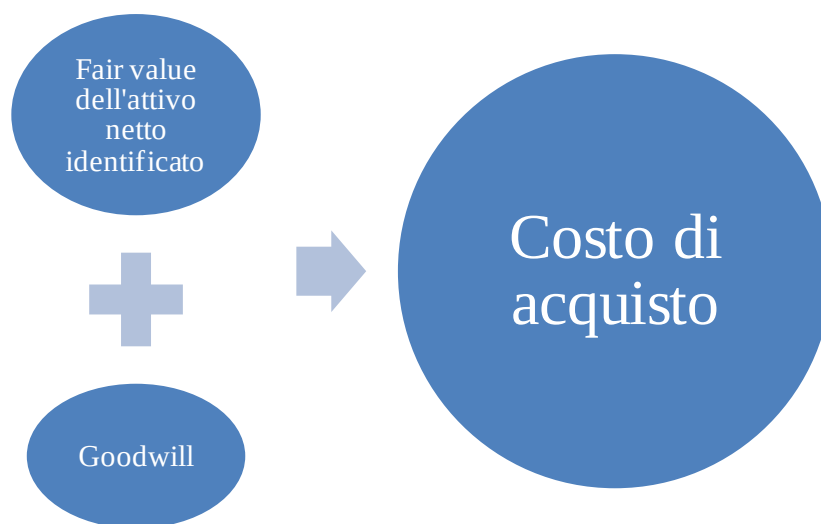
Si parla quindi a titolo di esempio di imputabilità ad incremento del costo dell'acquisizione dei compensi professionali corrisposti ai revisori, periti, consulenti legali, compresi i costi per perizie e due diligence, predisposizioni di documenti informativi richiesti dalle norme, di spese di consulenza sostenute per l'identificazione di potenziali target da acquisire se è contrattualmente previsto che il pagamento sia effettuato solo in caso di esito positivo.

Non sono invece capitalizzabili i seguenti oneri;

- Costi futuri che si prevede di sostenere in seguito all'operazione di acquisto in quanto non sono passività sostenute dall'acquirente in cambio del controllo;
- I costi di integrazione;

- I costi per la negoziazione e l'emissione di passività finanziarie poiché costituiscono parte integrante dell'operazione di emissione delle passività ai sensi dello IAS 39;
- I costi per l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale che costituiscono parte integrante dell'operazione di emissione di capitale secondo lo IAS 32;
- Gli interessi passivi relativi ai finanziamenti richiesti per la finalizzazione dell'operazione che, non soddisfacendo il requisito dello IAS 23, devono essere contabilizzati a conto economico.

Occorre notare come nel nuovo testo dell'IFRS 3 non è più prevista la possibilità di portare ad incremento del costo dell'acquisizione i costi accessori direttamente attribuibili all'operazione di aggregazione, che verranno dunque imputati direttamente a conto economico.



Allocazione del costo e calcolo dell'avviamento

La base per la contabilizzazione dell'impresa o attività aziendale oggetto di una Business Combination è la sua situazione patrimoniale alla data d'acquisizione: a tale data i bilanci delle imprese acquisite, nel caso in cui non lo fossero già, devono essere convertiti ai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Una volta determinato il costo l'acquirente, alla data di acquisizione, deve provvedere all'allocazione del costo dell' aggregazione aziendale rilevando le attività, le passività e le passività potenziali identificabili dell'acquisto ai relativi fair value in quella specifica data, ad eccezione delle attività non correnti classificate come possedute per la vendita secondo quanto previsto dalla disciplina dell' IFRS 5 , che devono essere riservate al *fair value less cost to sell*.

L'acquirente deve rilevare separatamente le attività, le passività e le passività potenziali identificabili dell'acquisito alla data di acquisizione soltanto nel caso in cui, a tale data, esse soddisfano i criteri seguenti:

- nel caso di un'attività diversa da un'attività immateriale, è probabile che gli eventuali futuri benefici economici connessi affluiscano all'acquirente ed è possibile valutarne il fair value attendibilmente;
- nel caso di una passività diversa da una passività potenziale, è probabile che per estinguere l'obbligazione sarà richiesto l'impiego di risorse atte a produrre benefici economici ed è possibile valutarne il fair value in modo attendibile;
- nel caso di un'attività immateriale o di una passività potenziale, il relativo fair value può essere valutato attendibilmente.

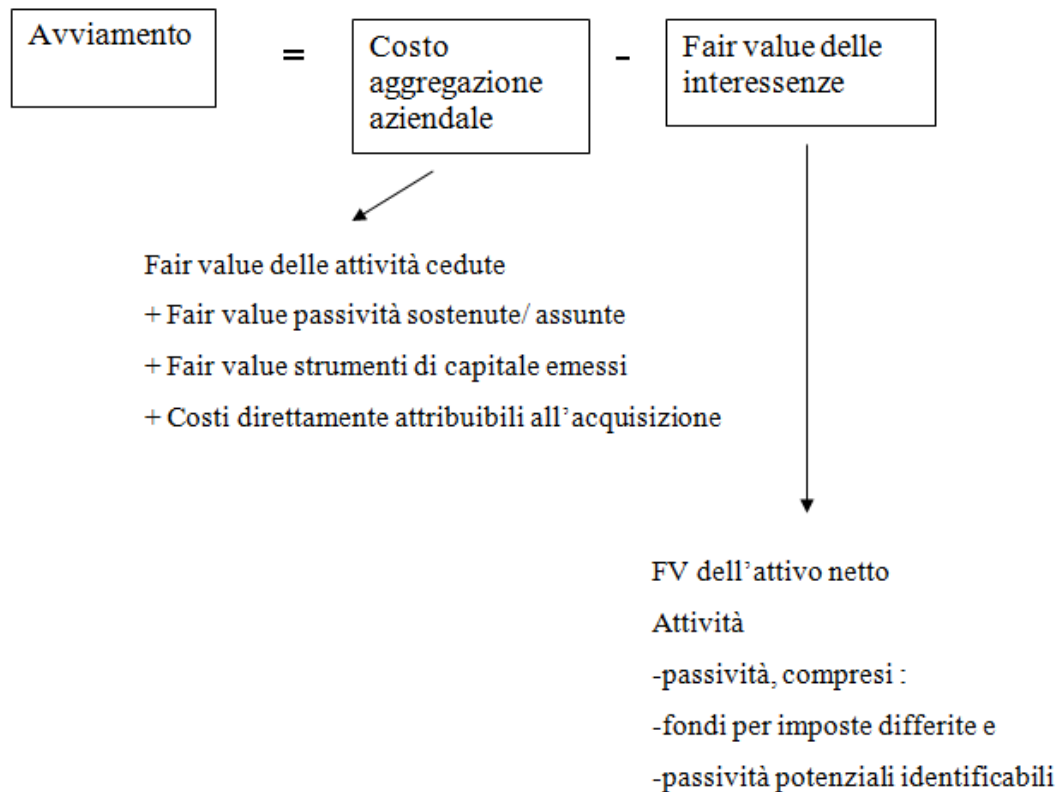
Inoltre, deve essere contabilizzata come avviamento qualsiasi differenza tra il costo dell'aggregazione aziendale e l'interessenza dell'acquirente al fair value netto delle attività, passività e passività potenziali identificabili.

Con riferimento all'allocazione del costo dell'acquisizione su attività e passività dell'acquisita e residualmente sull'avviamento, occorre porre attenzione al tema della fiscalità differita.

Lo IAS 2, prevede che in un'aggregazione aziendale:

- L'acquirente deve rilevare le passività fiscali differite riferibili all'incremento al fair value delle attività dell'acquisita nonché alla rilevazione di intangibili specifici identificabili della stessa;
- l'acquirente non deve (ne può) rilevare passività fiscali differite con riguardo all'avviamento, proprio in quanto valore residuo, posto che una simile rilevazione ne incrementerebbe il valore contabile (alterandone perciò la natura di valore residuo).

6.4. L'avviamento



Tratto da Elaborazioni Personali del Prof. Alessandro Mechelli.

Per quanto riguarda la contabilizzazione dell'avviamento distinguiamo due casi:

1) nel caso in cui l'avviamento sia *positivo* (cioè il costo dell'aggregazione è maggiore del fair value delle interessenze) questo viene rilevato nell'attivo della controllante, non può essere ammortizzato, ma soltanto svalutato essendo un'attività a vita utile indefinita.

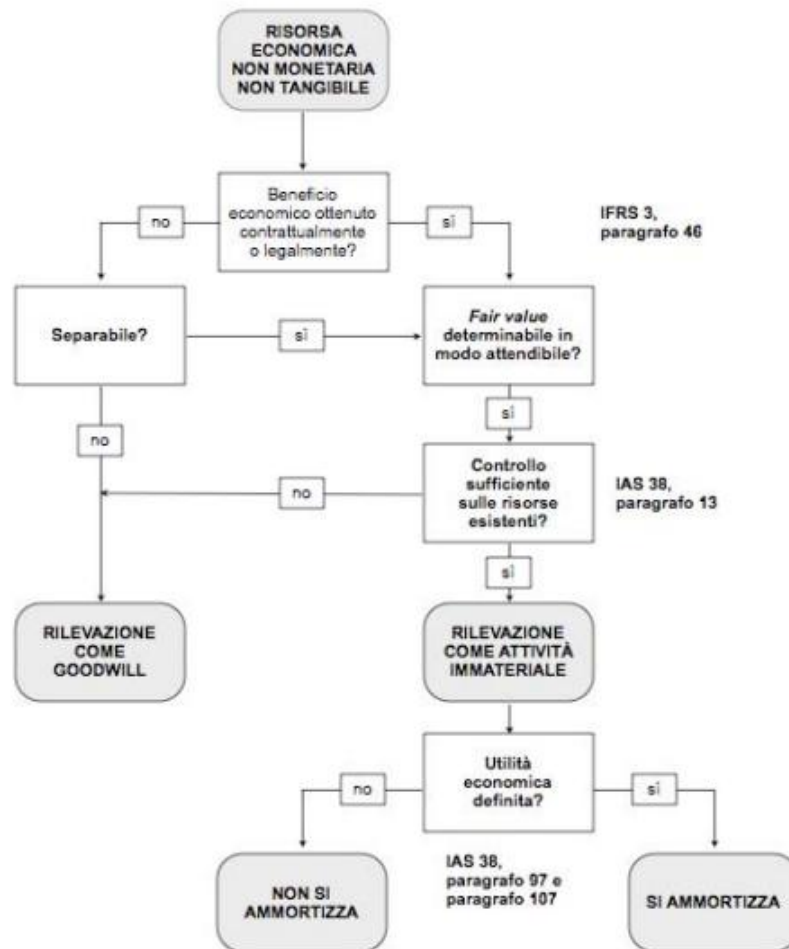
Un'attività immateriale con una vita utile indefinita non deve essere ammortizzata ma, secondo quanto previsto dallo IAS 36, deve essere sottoposta ad Impairment Test. L'impresa deve verificare se un'attività immateriale con una vita utile indefinita ha visto verificarsi col tempo una riduzione di valore, mettendo a confronto il suo valore recuperabile con il suo valore contabile:

- annualmente, e
- ogniqualvolta vi sia convinzione che tale attività possa aver subito una riduzione durevole di valore.

In sintesi, in seguito ad una Business Combination possono sorgere :

- attività immateriali a vita definita, che sono soggette ad ammortamento, e
- attività immateriali a vita indefinita, che sono soggette ad Impairment Test che calcola il fair value dello specifico bene immateriale sulla base di un criterio che non deve essere diverso da quello utilizzato per la valutazione del fair value iniziale.

- 2) Se l'avviamento è *negativo*, cioè il costo dell'aggregazione è minore del fair value delle interessenze, l'eccedenza del fair value dell'attivo netto della controllata sul costo dell'aggregazione è rilevata direttamente a conto economico tra gli utili dopo aver rivisto l'identificazione e la misurazione delle attività, passività e passività potenziali e la misura dei costi dell'aggregazione.



Tab.1. Rif. www.fondazioneoic.eu

6.4.2. Differenze di trattamento dell'avviamento

Per quanto riguarda la differenza di trattamento dell'avviamento secondo i principi contabili nazionali e internazionali, nel primo caso l'avviamento:

- È iscritto in bilancio solo se acquisito a titolo oneroso e nei limiti del costo sostenuto;
- L'iscrizione in bilancio deve essere autorizzata dal Collegio Sindacale;
- Contabilizzazione nell'attivo patrimoniale;
- Deve essere sottoposto ad ammortamento;
- Il periodo massimo entro cui effettuare l'ammortamento è pari a cinque anni, anche se è prevista la possibilità di un tempo superiore se lo stesso ha una durata più estesa.

Nel secondo caso, invece:

- L'avviamento viene inizialmente rilevato come differenza tra il costo di acquisto e la corrispondente quota di attività e passività acquisite, valutate a valori correnti;
- Viene sottoposto ad Impairment Test e di conseguenza non è sottoposto ad ammortamento;
- L'Impairment Test deve essere effettuato annualmente o più di frequente qualora vi siano i presupposti, al fine di individuare eventuali perdite di valore da iscrivere nel conto economico.

In nessun caso, comunque, l'avviamento può essere oggetto di rivalutazione.

6.5. Esempio numerico

Considerando una situazione in cui un'impresa alla data in cui deve realizzare una cessione ha le seguenti poste di bilancio:

	Valori contabili	Valori correnti
Impianti	230.000	260.000
Crediti	70.000	90.000
Merci	80.000	80.000
Totale attivo	380.000	380.000
Debiti	(200.000)	(200.000)
Valore netto contabile (a valori correnti)	180.000	230.000

L'ipotesi è che questi elementi costituiscano un ramo aziendale a sé stante e che possano essere oggetto di cessione al valore stimato da un perito di 280.000 euro.

Valore di cessione dell'azienda	280.000
- Capitale netto di funzionamento del ramo aziendale a valori correnti	230.000
= Avviamento	70.000

Nel caso in cui, quindi, il valore dell'avviamento sarà confermato da una perizia di stima redatta da un professionista indipendente, allora sarà iscritto nell'attivo patrimoniale per l'intero ammontare, mentre nel caso in cui questo valore non sia confermato, occorre iscrivere per la parte riconosciuta dal professionista nell'attivo patrimoniale, mentre per la parte non confermata occorre effettuare una svalutazione e riportarla a conto economico.

Tabella riassuntiva delle principali poste di bilancio, contabilizzate seguendo la disciplina del principio contabile IFRS3 e la valutazione a regime:

Elemento Patrimoniale	Criterio di valutazione ai fini allocazione costo IFRS 3	Criterio di valutazione a regime
Attività e passività non finanziarie		
Rimanenze di materie prime	Costo di sostituzione.	IAS 2: FIFO o il costo medio a costo pieno.
Rimanenze prodotti finiti/ed in corso di lavorazione	Prezzo diminuito dei costi di vendita e del margine atteso.	
Terreni e fabbricati	<i>Fair value</i> da perizie, quindi considerando i prezzi correnti nel mercato attivo.	IAS 16: Modello del costo o modello di rideterminazione dei valori. IAS 40: Modello del <i>fair value</i> o modello del costo.
Impianti e macchinari	Valore di mercato/costo di sostituzione.	IAS 16: Modello del costo o modello di rideterminazione dei valori.
Attività immateriali	Valore di mercato determinato attraverso prezzi rilevati su mercato attivo o attraverso modelli valutativi.	IAS 38: Modello del costo o modello di rideterminazione dei valori.
Passività relative a benefici per dipendenti	Valore attuale delle obbligazioni per benefici definiti al netto del <i>fair value</i> di eventuali attività del piano.	IAS 19: Rilevazione degli utili / perdite attuariali: - modello del corridoio (IAS 19.92), o - riconoscimento "più rapido" (IAS 19.93), o - a Patrimonio Netto (IAS 19.93A).
Attività e passività fiscali	- Ammontare del Beneficio che deriva dalle perdite fiscali o dalle imposte dovute per il risultato di periodo, determinate nella prospettiva del soggetto e del Gruppo risultante dalla Business Combination; - Effetto fiscale non attualizzato connesso alle rettifiche apportate in sede di allocazione del costo dell'aggregazione (escluso avviamento).	IAS 12: Ammontare del Beneficio che deriva dalle perdite fiscali o dalle imposte dovute per il risultato di periodo, determinate nella prospettiva del soggetto stand alone o, se del caso, come facente parte di un Gruppo.
Passività, accantonamenti e altre indennità pagabili	Valore attuale degli importi da corrispondere per estinguere le passività.	IAS 37: Rilevazione degli accantonamenti per obbligazioni attuali derivanti da un evento passato.

Passività potenziali	Ammontare che un terzo richiederebbe per assumere l'onere.	Non rilevanti
Attività e passività finanziarie		
Strumenti finanziari negoziati in un mercato attivo	Valore di mercato attraverso prezzi rilevati su un mercato attivo.	IAS 39: - Attività / passività finanziarie (i) detenute per la negoziazione, (ii) valutate al <i>fair value</i> , (iii) disponibili per la vendita, (iv) derivati: <i>fair value</i> ; - Attività / passività finanziarie (i) detenute fino a scadenza, (ii) crediti, (iii) debiti, (iv) titoli del passivo: costo ammortizzato; - Attività / passività finanziarie coperte: <i>fair value</i> per il rischio coperto.
Strumenti finanziari non negoziati in un mercato attivo	Valore di mercato determinato attraverso modelli valutativi.	
Crediti e debiti	Valore di mercato determinato attraverso modelli valutativi.	

Tab. 2. Rif. www.revisorionline.it/IAS_IFRS/IFRS_3.htm

6.6. Differenze IFRS 3 e IFRS 3 Revised

Nel gennaio del 2008, lo IASB rese nota, tramite pubblicazione, una versione rivista dell'IFRS 3. Questo principio è stato approvato dall'Unione Europea il 3 giugno del 2009 ed ha avuto come data effettiva di riferimento il primo luglio 2009.

Possiamo dunque valutare le principali differenze introdotte dalla nuova versione dell'IFRS 3 rispetto a quella vigente precedentemente, nell'elaborazione dettagliata effettuata da alcuni docenti universitari nel corso degli anni 2008- 2010:

<i>Confronto tra IFRS 3 e IFRS 3 Revised</i>		
<i>Modifiche</i>	<i>IFRS 3</i>	<i>IFRS 3 Revised</i>
Definizione di Business Combination	Unione di entità o attività aziendali in un'unica entità tenuta alla redazione del bilancio di esercizio.	Transazione, o altro evento, in cui un'acquirente ottiene il controllo di una o più attività aziendali.
Definizione di Business	Insieme di attività e beni integrati condotti e gestiti allo scopo di assicurare agli investitori un rendimento oppure ai soci o partecipanti di attività mutualistiche dividendi,	Insieme di attività e beni integrati atti ad essere coordinati e gestiti allo scopo di assicurare agli investitori un rendimento oppure ai soci o partecipanti di attività

	minori costi o benefici.	mutualistiche dividendi, minori costi o benefici. Nuovo concetto di potenzialità.
Definizione di controllo	E' il potere di governare le politiche finanziarie ed operative dell'azienda così da trarre i benefici economici derivanti dalla sua gestione. il controllo è ottenuto attraverso un'acquisizione che comporti una controprestazione (monetaria e non).	E' il potere di governare le politiche finanziarie ed operative dell'azienda, così da trarre i benefici economici derivanti dalla sua gestione. Il controllo è ottenuto indipendentemente dall'ottenimento di una controprestazione.
Ambito di applicazione	Sono escluse dall'ambito di applicazione dell'IFRS 3 le aggregazioni tra entità a scopo mutualistico e le aggregazioni realizzate per contratto senza partecipazione di capitale.	Nell'ambito di applicazione del nuovo IFRS 3 sono incluse le aggregazioni tra le entità a scopo mutualistico e le aggregazioni per contratto senza partecipazione di capitale.
Contabilizzazione costi di acquisizione e momento di rilevazione	Il costo dell'acquisizione è dato dalla somma complessiva dei fair value, alla data dello scambio, delle attività cedute, passività desunte e degli strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente in cambio dell'acquisto e di qualsiasi altro costo attribuibile all'operazione (es: compensi professionali, spese per consulenza ecc.)	Il costo dell'acquisizione è dato dalla somma complessiva dei fair value, alla data dell'acquisizione, delle attività cedute, passività assunte e degli strumenti di capitale emessi dall'acquirente in cambio dell'acquisto e di qualunque partecipazione non di controllo posseduta dall'acquirente prima della data di acquisizione. I costi attribuibili all'operazione non sono più ricomprese nel costo dell'acquisizione, ma imputati a conto economico al momento del loro conseguimento.
Contabilizzazione delle interessenze di minoranza	Iscrizione solo dell'avviamento del gruppo e non anche quello di pertinenza delle minoranze valutando le interessenze di quest'ultime come	Possibilità di scelta tra due alternative per la rilevazione delle interessenze delle minoranze: al fair value dell'intera partecipazione

	percentuale di spettanza del fair value delle attività nette acquisite. Possibilità di adottare solo un metodo riconducibile alla teoria della capogruppo.	non di controllo oppure come percentuale di spettanza di fair value delle attività nette acquisite . nel primo caso si iscriverà anche la quota di avviamento della minoranza (c.d. Full Goodwill o entità theory), nel secondo caso si rientra , invece, nel caso dell'IFRS 3 del 2004. Il metodo di contabilizzazione è definito Acquisition Method.
Rilevazione delle attività immateriali	L'acquirente può rilevare separatamente dall'avviamento, attività immateriali identificabili solo se il relativo fair value può essere attendibilmente rilevato. In precedenza, lo IAS 22 prevedeva anche il requisito della probabilità di godimento dei benefici derivanti dall'attività immateriale identificabile da parte dell'acquirente.	L'acquirente può rilevare separatamente dall'avviamento attività immateriali aventi sia vita definita sia non definita, anche se in precedenza non erano state di contabilizzate dal cedente ,se tali attività sono identificabili.
Acquisizione del controllo realizzata in più fasi (Step Acquisition)	L'acquisizione del controllo in fasi successive era contabilizzata come una serie di eventi isolati ed autonomi tra loro. Ogni singola acquisizione era considerata separatamente per rilevare la differenza tra costo sostenuto e valore pro quota di attività nette acquisite. L'avviamento veniva calcolato come sommatoria degli avviamenti rilevati in ogni singola fase.	Nella nuova versione del principio le Step Acquisition sono trattate in maniera più semplice e meno onerosa. È previsto infatti un unico momento in cui si acquisisce il controllo e un unico momento di rilevazione dell'intero avviamento dell'operazione in base ai valori esistenti in tale data. Le acquisizioni di quote successive che non comportano la perdita di controllo (step up/ step down) sono trattate come compravendita di azioni proprie.
Transazioni di quote non di controllo (step up/ step	La versione del 2004 dell'IFRS 3 non forniva	La nuova versione dell'IFRS 3 disciplina

down)	indicazioni sul trattamento contabile delle operazioni di step up e step down. La soluzione applicativa più utilizzata nella pratica (nonostante le diverse proposte della dottrina) era quella coerente con il principio proprio della teoria della capogruppo. La compravendita tra azionisti di maggioranza e di minoranza di quote dirette a rafforzare o ridurre il controllo, venivano rilevate come scambio di azioni tra il gruppo e i terzi, rilevando quindi parte dell'operazione a variazione dello stato patrimoniale per l'importo pari al valore contabile della quota di attività nette trasferite.	invece in modo diretto le operazioni di compravendita tra capogruppo e minorities che non comportano la eredità del controllo. Coerentemente con il principio proprio della teoria dell'entità, le operazioni di rafforzamento o riduzione della partecipazione di controllo, vengono rilevate esclusivamente patrimonio netto come acquisto o vendita di azioni proprie. Le interessenza di minoranza vengono quindi considerate come parte integrante del gruppo e non come parte terza.
-------	---	--

6.7. Novità introdotte dall'IFRS 3 Revised: l'Acquisition Method

Il nuovo metodo di valutazione introdotto con la revisione del principio contabile internazionale IFRS 3, è composto dai seguenti steps fondamentali:

- Identificazione dell'acquirente;
- Determinazione della data di acquisizione;
- Misurazione e riconoscimento delle attività acquisite e delle passività assunte;
- Misurazione degli interessi delle minoranze;
- Determinazione dell'avviamento.

Per quanto concerne i primi due elementi possiamo affermare che in un'operazione di Business Combination, una delle qualsiasi entità che partecipi a tale operazione deve essere identificata come acquirente e secondo il principio di prevalenza della sostanza sulla forma come data di acquisizione viene definito il momento in cui l'acquirente ottiene il controllo dell'acquisita.

Una Business Combination si realizza quando un'impresa:

- Acquisisce la partecipazione o l'attivo netto di un'impresa , e come conseguenza
- Acquisisce il controllo (IFRS 10) di una o più attività aziendali
- Le due imprese non devono fare capo allo stesso soggetto economico (poiché crea una differenza nella rappresentazione in bilancio di queste operazioni, di conseguenza non posso utilizzare l'IFRS 3 se si hanno già rapporti precedenti tra le aziende).

Abbiamo qui sottolineato il concetto di acquisizione di controllo di una o più attività aziendali, nonché un complesso di fattori produttivi e di processi applicati a tali fattori che sono in grado di creare produzione.

Quando parliamo di controllo dobbiamo partire dalla nozione che era data inizialmente dallo IAS 27, per cui si parlava di controllo distinguendolo in: *controllo di diritto*, secondo cui una partecipante possiede, direttamente o indirettamente tramite società controllate , più del 50% dei voti esercitabili nell'assemblea della partecipata; *controllo di fatto*, quando esistono degli accordi con altri soci che garantiscono la maggioranza dei voti, e dunque si acquista il potere di nominare/ revocare la maggioranza degli amministratori, di condizionare le decisioni del Cda ecc; *controllo potenziale*, per cui la partecipante possiede warrant, opzioni call su azioni ,o altre tipologie di titoli convertibili in azioni ordinarie che una volta esercitate conferiscono il controllo di diritto.

Con la nuova disciplina dell'IFRS 10 invece, si parla di controllo quando un investitore è esposto , o ha il diritto, alla variabilità dei risultati che derivano dal suo coinvolgimento con l'impresa e detiene la possibilità di influenzare questi risultati esercitando il suo potere sull'impresa.

Una volta identificati, alla data di acquisizione, i valori di attività e passività tra cui anche di quelle immateriali e di passività autonomamente identificabili anche se non risultano dai bilanci, devono essere valutati tranne alcune eccezioni al fair value.

Il Goodwill sarà di conseguenza calcolato come segue:

$$\boxed{\text{Avviamento}} = \boxed{\text{Corrispettivo}} + \boxed{\text{Interessi della minoranza}} - \boxed{\text{Fair Value Attività - Passività}}$$

Esempio di calcolo interessi delle minoranze:

FV attività 1.000

FV passività 800

Minoranze 20%

$$20\% (10.000 - 8.000) = 40$$

Perizia = 42

$$420 - 400 = 2 \text{ Avviamento delle minoranze}$$

Il trattamento del Bargain Purchase si realizza nel momento in cui il valore dell'avviamento risulta essere negativo.

Possiamo definire il Bargain Purchase come segue:

“ Le attività finanziarie acquisite per un valore inferiore rispetto a quello equo di mercato. Nelle aggregazioni aziendali una persona giuridica è acquisita da un'altra per un importo inferiore al valore equo di mercato del suo patrimonio netto.”

Dunque facendo sempre riferimento all'esempio precedente:

$$\text{Fair Value corrispettivo (80\%)} = 150$$

$$\text{FV attività - passività} = 200$$

$$\text{Minoranze (20\%)} = 40$$

$$\text{BP} = 150 + 40 - 200 = -10$$

Oppure

$$\text{FV minoranze (20\%)} = 42$$

$$\text{BP} = 150 + 42 - 200 = -8$$

Il BP è parzialmente compensato dall'avviamento delle minoranze.

Di conseguenza l'acquirente dopo aver opportunamente effettuate controlli sui processi di valutazione effettuati in precedenza, in caso di permanenza di valore negativo dell'avviamento, contabilizza tale differenza a conto economico.

Occorre porre attenzione sul caso particolare in cui si realizzi un'acquisizione di controllo in più fasi ed occorre determinare l'avviamento.

Con la nuova disciplina possiamo calcolare l'avviamento come:

Corrispettivo + Interessi di minoranza + FV partecipazioni già detenute alla data di acquisizione del controllo – FV attività-passività

Si riportano di seguito alcune esemplificazioni, tratte da elaborazioni personali a cura del Prof. Di Lazzaro Fabrizio:

Esempio n.1 – confronto D. Lgs. 127/91 – IFRS 3											
<u>D. Lgs. 127/91:</u> CP per l'acquisto dell'80% = 160 VC delle attività = 200 FV delle attività = 210 VC = FV delle passività = 60 Goodwill = 160 – 80%(210-60) = 40 VC 3' = 28											
<table border="1"> <tr> <th colspan="2">ICVc</th></tr> <tr> <th>Attività</th><th>Passività</th></tr> <tr> <td>Vc attività 200</td><td>PN 140</td></tr> <tr> <td></td><td>Vc passività 60</td></tr> </table>		ICVc		Attività	Passività	Vc attività 200	PN 140		Vc passività 60		
ICVc											
Attività	Passività										
Vc attività 200	PN 140										
	Vc passività 60										
<table border="1"> <tr> <th colspan="2">AC</th></tr> <tr> <th>Attività</th><th>Passività</th></tr> <tr> <td>Partecipaz. (80%) 160</td><td>CS 160</td></tr> </table>		AC		Attività	Passività	Partecipaz. (80%) 160	CS 160				
AC											
Attività	Passività										
Partecipaz. (80%) 160	CS 160										
<table border="1"> <tr> <th colspan="2">BC Civ.</th></tr> <tr> <th>Attività</th><th>Passività</th></tr> <tr> <td>Vc attività 200</td><td>CS 160</td></tr> <tr> <td>> Valore Attività 8</td><td>Cap 3' 28</td></tr> <tr> <td>Goodwill 40</td><td>Vc passività 60</td></tr> </table>		BC Civ.		Attività	Passività	Vc attività 200	CS 160	> Valore Attività 8	Cap 3' 28	Goodwill 40	Vc passività 60
BC Civ.											
Attività	Passività										
Vc attività 200	CS 160										
> Valore Attività 8	Cap 3' 28										
Goodwill 40	Vc passività 60										

Esempio n.1 (segue) – confronto D. Lgs. 127/91 – IFRS 3

IFRS 3:

CP = FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 160
 FV delle attività = 210
 VC = FV delle passività = 60
 Goodwill = $160 - 80\%(210 - 60) = 40$
 $3' = 20\%(210 - 60) = 30$

BC Civ.

Vc attività 200	CS 160
> Valore Attività 8	Cap 3' 28
Goodwill 40	Vc pass. 60

AC

Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 160	CS 160

BC IFRS 3

Attività	Passività
Vc attività 200	CS 160
> Valore attività 10	Cap 3' 30
Goodwill 40	Fv pass. 60

Esempio n.2 – confronto D. Lgs. 127/91 – IFRS 3 revised - ipotesi 1

IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 160
 FV delle attività = 210
 FV delle passività = 60
 $3' = 20\%(210 - 60) = 30$
 Goodwill = $160 + 30 - (210 - 60) = 40$

TC

Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

BC

Attività	Passività
FV attività 200	CS 160
> Valore attività 10	Cap 3' 30
Goodwill 40	FV passività 60

Nessuna differenza rispetto IFRS 3 precedente.
 Il BC non rappresenta in pieno il FV della TC

Esempio n.2 – confronto D. Lgs. 127/91 – IFRS 3 revised - ipotesi 2

IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 160

FV delle attività = 210

FV delle passività = 60

FV 3' = $20\%(210-60)+5 = 35$

Goodwill = $160+35-(210-60) = 45$

TC	
Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

Si evidenzia anche l'avv.to delle min.ze (full goodwill approach). Il BC rappresenta in pieno il FV della TC

AC	
Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 160	CS 160

BC	
Attività	Passività
FV attività 210	CS 160
Goodwill (1) 40	Cap 3' 35
Goodwill (2) 5	FV passività 60

Esempio n.3 - IFRS 3 revised - bargain purchase

IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 100

FV delle attività = 210

FV delle passività = 60

3' = $20\%(210-60)=30$

BP = $100+30-(210-60)=-20$

BP = $100-80\%(195)=-56-80\%(-45)=-20$

TC	
Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

AC	
Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 100	CS 100

BC	
Attività	Passività
FV attività 210	CS 100
	Cap 3' 30
	FV pass. 60
	BP 20

Esempio n.4 - IFRS 3 revised - bargain purchase

IFRS 3 Revised:

FV del corrispettivo versato per l'acquisto dell'80% = 100 AC

FV delle attività = 210

FV delle passività = 60

$FV 3' = 20\%(210-60) + 9 = 39$

$BP = 100 + 39 - (210 - 60) = -11$

$BP = 100 - 80\%(195) = -56 - 80\%(-45) - 20\%(-45) = -11$

Attività	Passività
Partecipaz. (80%) 100	CS 100

IC	
Attività	Passività
FV attività 210	FV PN 195
Goodwill 45	FV passività 60

BC	
Attività	Passività
FV attività 210	CS 100
	Cap 3' 39
	FV pass. 60
	BP 11

6.8. Approfondimenti sul Fair Value

La pratica contabile orientata al riconoscimento e individuazione del Fair Value, è un meccanismo contabile da poco riconosciuto in modo pieno ed esaustivo. Fino a qualche anno fa, infatti, il metodo del Fair Value veniva considerato in modo isolato nei vari principi contabili.

Il problema del Fair Value era dunque determinato da varie problematiche che spaziavano dalla mancanza di unità e concentrazione delle norme relativa a tale metodo di contabilizzazione all'interno delle varie discipline, alla conseguente mancanza dell'esistenza di un unico standard che disciplinasse in maniera unitaria come procedere alla sua determinazione.

In conformità al Regolamento n 1255/ 2012 della Commissione Europea, le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali, sono tenute ad applicare l'IFRS 13 a partire dalla data di inizio del loro primo esercizio che cominci il 1° gennaio 2013 o in data successiva, nel caso in cui un altro principio IFRS richieda l'utilizzo nella contabilizzazione di una determinata posta a fair value.

Dunque, emanato il 12 maggio 2011 ed entrato in vigore il primo gennaio 2013, l'IFRS 13 ha l'obiettivo di determinare in modo efficiente ed efficace il valore del fair value, definirlo, e indicare un quadro di riferimento per la sua stima.

Secondo la definizione rilasciata dal principio contabile IFRS 13, il fair value è: “ il prezzo che sarebbe ricevuto nella vendita di un’attività o la somma da pagare per trasferire una passività, in una normale transazione tra operatori di mercato, alla data in cui la suddetta attività o passività è oggetto di valutazione”.

Dunque, risulta essere chiara l’importanza dell’effetto del mercato all’interno di questa definizione, infatti si parla di una nozione market- based poiché la determinazione del fair value viene effettuata al valore di realizzo diretto nel momento in cui abbiamo la presenza di un mercato attivo, mentre nel caso contrario faremo riferimento alla migliore stima del valore di realizzo.

Prima di passare all’analisi degli steps di valutazione, si sottolinea come per i beni strumentali, immateriali e investimenti immobiliari l’applicazione del fair value è facoltativa, mentre per quanto riguarda poste come gli strumenti finanziari di trading e i prodotti agricoli e attività biologiche l’utilizzo è obbligatorio.

6.9. Il fair value secondo l’IFRS 13

L’IFRS 13 ha introdotto una novità particolare a livello di disclosure della cosiddetta gerarchia del fair value, prima obbligatoria solo per gli strumenti finanziari, ora obbligatoria per tutte le attività e passività.

L’obiettivo è quello di rendere note tutte quelle che possono essere le informazioni necessarie per verificare come è stato valutato il fair value di tutte quelle che sono le poste all’interno del perimetro aziendale.

Ora, la distinzione principale deve essere fatta in riferimento alle tipologie di prezzo che si prendono come riferimento, per cui possiamo avere:

- Prezzi osservabili;
 - 1)prezzi di attività o passività simili negoziati su mercati attivi;
 - 2)prezzi per attività o passività identiche, negoziati su mercati non attivi;
 - 3) altri elementi che possono essere anche differenti dai prezzi, costituiti generalmente da tassi di interesse, curve di rendimento, volatilità implicita e credit spread.

Quando facciamo riferimento a questa tipologia di inputs per stimare il fair value, occorre sottolineare la possibilità di far uso di tre tipologie di tecniche:

tecniche di Market Approach (utilizzano i prezzi e altre informazioni disponibili sul mercato desumibili tramite le transazioni); *tecniche di Income Approach* (si incentrano sul calcolo del valore attuale dei flussi di cassa o cash flow oppure di flussi di reddito riconducibili a quelle determinate attività o passività); *tecniche di Cost Approach* (richiedono una stima della somma di denaro necessaria per sostituire quella determinata attività).

- inputs non osservabili, e dunque valutazione del loro effetto nel caso siano rilevanti sul risultato economico.

Realtà aziendali

A conclusione dello studio fino a questo momento condotto, poniamo come esempi concreti quattro realtà aziendali che hanno fatto ricorso ad operazione di Business Combinations operanti nel settore bancario, che negli ultimi anni ha visto crescere il numero di tali operazioni al suo interno. Occorre però fare alcune premesse relative al settore bancario in tema di operazioni straordinarie. L'ondata di fusioni e acquisizioni che negli anni novanta ha interessato i sistemi bancari di numerosi paesi, ha portato allo sviluppo di un forte interesse verso lo studio di tali tipologie di operazioni volte a verificarne gli effetti sul funzionamento dei mercati creditizi.

I principali risultati di questi lavori hanno generalmente confermato quelli condotti per altre industrie: i guadagni di efficienza tendono a manifestarsi gradualmente nel tempo e soltanto dopo diversi anni vengono traslati sui consumatori.

La natura specifica del settore bancario comporta che gli effetti delle operazioni di fusione e acquisizione possano essere più complessi rispetto a quelli di efficienza e concorrenza. Spesso dopo un'operazione di questo tipo, le banche coinvolte tendono a modificare le loro politiche di erogazione del credito, in molti casi a sfavore delle piccole imprese (Berger, Demsetz, Strahan, 1999; Berger, Udell, 1998). Altri studi invece hanno condotto a conclusioni totalmente differenti, come quelli di Strahan e Weston che nel 1998 argomentavano che la crescita dimensionale delle banche, conseguita tramite operazioni di concentrazione aziendale, consenta una migliore diversificazione dei prestiti. Dunque, diversi e difficili da inquadrare precisamente sono tutti gli effetti che possono provocare le operazioni di aggregazione a livello bancario.

Dagli anni novanta in poi, quindi, il sistema bancario ha sempre più visto affermarsi una progressiva concentrazione per effetto della concorrenza indotta a livello nazionale, dal processo di deregolamentazione e di despecializzazione e a livello internazionale, dalla piena mobilità dei capitali e dalla formazione di un mercato globale della finanza.

Le operazioni di aggregazione condotte nel corso degli anni novanta hanno riguardato 432 banche, non considerando le operazioni infragruppo.

Anche il fattore tecnologico ha avuto considerevoli effetti particolari a favore dello sviluppo di questa tipologia di operazioni, infatti l'uso intenso dell'ICT (Information and Communication Technology) e dei canali distributivi diretti richiede consistenti e continui investimenti, e conseguentemente un aumento dei costi fissi. Il progresso tecnologico dunque, accentua in modo particolare l'importanza delle economie di scala nella produzione dei servizi finanziari e le aggregazioni aziendali rappresentano quindi un'opportunità per migliorare l'efficienza e il processo di creazione di valore.

Anche l'offerta di nuovi servizi finanziari, le più avanzate tecniche gestionali e l'innovazione dei canali distributivi e di pagamento, sono realizzate in modo migliore ed efficiente in istituti di grandi dimensioni.

Il consolidamento dunque rappresenta la risposta dell'industria bancaria ai cambiamenti dell'ambiente circostante, nel quadro competitivo in cui è immersa e all'accentuazione della concorrenza: negli ultimi anni si è notevolmente ridotto il numero degli intermediari bancari ed è aumentata la concentrazione del mercato.

Da sottolineare inoltre che, negli anni più recenti, la gran parte delle operazioni di M&A ha riguardato operazioni domestiche, ad eccezione del 2005 quando le operazioni cross-border all'interno dell'area euro hanno avuto un valore superiore al 50% del totale del sistema bancario dell'area.

Il Caso UBI Banca

La fusione tra BPU Banca e Banca Lombarda è diventata efficace il 1 Aprile 2007. Alla stessa data, BPU Banca ha modificato la propria denominazione in UBI Banca.

L'annuncio di fusione è avvenuto nel novembre 2006.

Nella relazione di approvazione del progetto di fusione del 12 dicembre 2006, gli amministratori sottolineavano come la nuova società risultante dalla fusione, sarebbe stata un gruppo operante in base ad un modello polifunzionale, federale e integrato, con capogruppo popolare quotata.

Nella stessa relazione si sottolineava inoltre che il rapporto di cambio approvato era pari a 0,83 nuove azioni BPU Banca per ogni azione Banca Lombarda e un dividendo relativo all'esercizio finanziario 2006 unificato per tutti i soci del nuovo gruppo che sarebbe stato proposto nella misura di 0,80 euro per ogni azione del nuovo gruppo.

Gli azionisti di Banca Lombarda sarebbero stati automaticamente iscritti al Libro Soci della nuova Capogruppo e la composizione del capitale sarebbe stata pari al 54% azionisti BPU Banca e 46% azionisti Banca Lombarda.

Dopo l'approvazione del nuovo statuto che poneva come principio basilare la pariteticità tra le componenti della nuova capogruppo e prevedeva un modello di governance dualistico, erano previste stime di sinergie ante imposte pari ad euro 365 milioni a regime nel 2010, con oltre il 90% delle sinergie conseguibili entro il 2009, di cui 225 milioni di euro di sinergie da costi e 140 milioni di euro sinergie da ricavi.

Dallo stesso documento, emergono le principali linee guida che sono state poste alla base dell'operazione:

- Costituzione di un nuovo gruppo in grado di competere con i migliori attori sul mercato e caratterizzato dalla matrice popolare e dal modello federativo, capace di valorizzare la forza distributiva delle Banche rete salvaguardando l'identità dei marchi e il radicamento territoriale – e di rappresentare un polo di attrazione per altri istituti bancari;
- forte enfasi alla valorizzazione del capitale umano e allo sviluppo delle professionalità presenti in ciascuno dei due Gruppi di origine;
- conseguimento di importanti obiettivi di crescita anche grazie alla contiguità e complementarietà territoriale in aree a elevato potenziale di sviluppo,

all'incremento delle masse critiche e alla valorizzazione delle culture e delle competenze proprie di ciascun Gruppo;

- incremento delle attività a supporto della clientela, soprattutto piccole-medie imprese e famiglie, mediante l'ampliamento della gamma dei servizi e prodotti offerti;
- valorizzazione delle Società Prodotto presenti nei due Gruppi d'origine, anche per il tramite di partnership con qualificati operatori internazionali;
- rapido conseguimento delle sinergie previste, anche grazie al comprovato track record del management dei due Gruppi nella gestione dei processi di integrazione;
- presidio integrato dei rischi finanziari, creditizi e operativi.

Il progetto, identificato e realizzato come un'operazione di fusione per incorporazione, ai sensi dell'art. 2501-ter del codice civile, ha stabilito per la nuova società la sede principale a Bergamo e sedi operative a Bergamo e a Brescia.

Inoltre nello stesso documento (consultabile pubblicamente presso il sito www.ubibanca.it), si sottolinea che le azioni anche chiamate BPU, rappresentative dell'intero capitale sociale sono quotate al Mercato

Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.a., e lo stesso vale per la società incorporando.

<i>Dati Caratteristici della fusione UBI Banca</i>	
<i>Tipologia</i>	Fusione per incorporazione
<i>Aumento di Capitale Sociale</i>	Massimi nominali euro 736.658.047
<i>Numero massimo azioni emesse</i>	294.663.219
<i>Valore Nominale cadauna</i>	Euro 2,50
<i>Tipologia società</i>	Società Cooperativa bancaria: -ciascun socio ha un solo voto indipendentemente dal numero di azioni possedute; -nessun socio, fatta eccezione per gli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari può possedere una partecipazione al capitale sociale superiore allo 0,50% (obbligo di alienazione per la parte in eccesso entro un anno dalla contestazione).
<i>Rapporto di cambio</i>	0,83
<i>Conguagli in denaro</i>	No
<i>Eventuali azioni detenute dalla incorporante</i>	Annullamento senza concambio
<i>Diritto di recesso</i>	Riconoscimento per gli azionisti della società incorporando che non abbiano concorso all'approvazione del Progetto, per tutte o parte delle loro azioni dal momento di efficacia della Fusione.
<i>Retrodatazione giuridica e fiscale</i>	In nessun caso.
<i>Effetti dell'operazione</i>	Dal 1° aprile 2007

Si riportano di seguito i relativi bilanci di entrambe le società oggetto dell'operazione e il consolidato pro forma:

Stato Patrimoniale consolidato pro-forma al 30 settembre 2006
(in migliaia di euro)

Attivo	GRUPPO BPU	GRUPPO BL	NUOVO GRUPPO PRO-FORMA
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	3.055.892	2.903.739	5.959.631
Attività finanziarie valutate al fair value	5.290.972		5.290.972
Altre attività finanziarie (1)	4.780.003	1.003.035	5.783.038
Crediti verso banche	1.907.591	2.100.772	4.002.978
Crediti verso clientela	49.798.318	29.954.211	79.569.655
Attività materiali e immateriali	2.607.861	1.466.827	4.074.688
Differenza di fusione			3.298.814
Attività fiscali	573.229	271.375	844.604
Altre voci dell'attivo	2.172.660	1.199.623	3.366.117
Totale dell'attivo	70.186.526	38.899.582	112.190.497
Passivo	GRUPPO BPU	GRUPPO BL	NUOVO GRUPPO PRO-FORMA
Debiti verso banche	6.607.514	2.896.008	9.309.167
Raccolta da clientela (2)	52.145.824	30.036.258	82.182.012
Passività finanziarie di negoziazione	449.994	555.301	1.005.295
Passività fiscali	526.596	347.577	874.173
Fondi a destinazione specifica (3)	679.737	276.751	956.488
Riserve tecniche	2.473.415	-	2.473.415
Altre voci del passivo	2.004.598	1.569.192	3.573.790
Capitale	861.135	351.752	1.591.021
Riserve (4)	3.402.498	1.734.746	8.523.215
Riserve da valutazione	120.395	465.291	120.395
Patrimonio di pertinenza di terzi	405.743	430.057	835.800
Utile di periodo	509.077	236.649	745.726
Totale del passivo	70.186.526	38.899.582	112.190.497

(1) Somma delle voci 40 e 50

(2) Somma delle voci 20 e 30

(3) Somma delle voci 110 e 120

Conto economico consolidato pro-forma al 30 settembre 2006
(in migliaia di euro)

CONTO ECONOMICO	GRUPPO BPU	GRUPPO BL	NUOVO GRUPPO PRO-FORMA
Margine di interesse	1.264.699	658.991	1.924.076
Commissioni nette	609.785	357.701	967.485
Margine d'intermediazione	2.033.836	1.095.042	3.129.263
Risultato netto della gestione finanziaria	1.914.433	1.027.961	2.942.779
Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa	1.889.584	1.027.961	2.917.459
Costi operativi	(1.088.116)	(579.819)	(1.668.320)
Utile dell'operatività corrente al lordo delle imposte	860.183	457.154	1.317.337
Utile dell'operatività corrente al netto delle imposte	542.452	267.705	810.157
Utile del periodo	542.452	272.528	814.980
Utile del periodo di pertinenza di terzi	(33.375)	(35.879)	(69.254)
Utile del periodo di pertinenza della Capogruppo	509.077	236.649	745.726

Tab. Rif. www.ubibanca.it

Dall'atto di fusione emerge la scelta del Cda delle società coinvolte nella fusione di non far ricorso ad alcun tipo di retrodatazione, infatti sottolinea nel progetto che secondo quanto previsto dall'articolo 2501 – ter, comma 1, n. 6, del codice civile le operazioni della Società Incorporanda saranno imputate al bilancio della società incorporante a partire dalla data di decorrenza degli effetti giuridici della fusione, il 1 Aprile 2007, e dalla stessa data decorreranno gli effetti fiscali della fusione.

La durata della società è stata stabilita fino al 31 dicembre 2100 con facoltà di proroga. Il capitale sociale è variabile ed illimitato, ed è rappresentato da azioni nominative del valore di euro 2,50 ciascuna.

Passiamo dunque, ad effettuare un'analisi empirica degli andamenti di UBI Banca, a partire dall'anno 2007, anno di efficacia della fusione e osserviamo in base ai principali Multipli di Mercato che tipo di effetti, se positivi o negativi, questa tipologia di aggregazione aziendale ha avuto.

Osserviamo la tabella sottostante:

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2006	31/12/2005
Price / earnings ratio - close	-7,64	16,23	34,48	-1,51	21,48	22,40	45,03	12,25	6,90	6,32
Price / earnings ratio - high	-9,67	17,17	40,48	-3,86	34,32	26,16	81,63	14,77	n.a.	n.a.
Price / earnings ratio - low	-6,18	8,67	17,91	-1,06	20,45	12,63	44,56	11,58	n.a.	n.a.
Price / earnings ratio - average high-low	-7,93	12,92	29,19	-2,46	27,39	19,40	63,09	13,17	n.a.	n.a.
Earnings yield (%) - close	-13,09	6,16	2,90	-66,15	4,66	4,46	2,22	8,17	14,50	15,83
Earnings yield (%) - high	-16,18	11,54	5,58	-94,21	4,89	7,92	2,24	8,64	n.a.	n.a.
Earnings yield (%) - low	-10,34	5,83	2,47	-25,91	2,91	3,82	1,23	6,77	n.a.	n.a.
Earnings yield (%) - average high-low	-12,62	7,74	3,43	-40,64	3,65	5,16	1,59	7,59	n.a.	n.a.
Dividend yield - close	n.a.	n.a.	n.a.	1,60	2,28	2,98	4,33	5,05	n.a.	n.a.
Dividend yield - high	n.a.	n.a.	n.a.	2,28	2,39	5,29	4,37	5,34	n.a.	n.a.
Dividend yield - low	n.a.	n.a.	n.a.	0,63	1,43	2,55	2,39	4,19	n.a.	n.a.
Dividend yield - average high-low	n.a.	n.a.	n.a.	0,98	1,79	3,44	3,09	4,70	n.a.	n.a.
Dividend payout per share	n.a.	n.a.	n.a.	2,42	48,90	66,77	194,85	61,86	n.a.	n.a.
Price / book value ratio - close	0,52	0,40	0,30	0,29	0,35	0,52	0,54	0,93	0,60	0,55
Price / book value ratio - high	0,66	0,42	0,35	0,73	0,56	0,61	0,98	1,12	n.a.	n.a.
Price / book value ratio - low	0,42	0,21	0,16	0,20	0,34	0,29	0,54	0,88	n.a.	n.a.
Price / book value ratio - average high-low	0,54	0,32	0,25	0,47	0,45	0,45	0,76	1,00	n.a.	n.a.
Market Capitalisation / shareholders funds	0,52	0,40	0,30	0,29	0,35	0,52	0,54	0,93	0,60	0,55

Dati scaricati da Bankscope

Il P/E ratio è il rapporto tra il prezzo corrente del titolo e la ricchezza creata dall'impresa che lo ha emesso, definita dagli utili netti per azione realizzati nel periodo di riferimento.

Considerando il valore di chiusura che nel corso degli anni il multiplo ha assunto in UBI Banca, possiamo vedere come questo subisce un'iniziale andamento crescente per poi subire mediamente un abbassamento fino ad arrivare addirittura a valori negativi nel 2011 e nel 2014, mostrando con ciò un investimento che negli anni è divenuto più attraente.

Passando al P/BV, questo mette in rapporto il prezzo del titolo con la quota di patrimonio netto ascrivibile alla singola azione. In UBI Banca tale valore, rimane per lo più abbastanza costante anche se registra una lieve crescita iniziale, seguita da una più lunga fase di decrescita e un leggero rialzo negli anni 2013-14.

In oltre dal grafico sotto riportato possiamo evidenziare come, la crisi che ha colpito anche il settore bancario nel 2007-08 ha fatto precipitare i risultati anche di questo istituto bancario, che aveva mostrato sin dall'anno successivo un grande miglioramento, ed occorre porre nota oltretutto sull'andamento crescente a partire dal 2011, segno chiaro di una netta ripresa.



Il caso: Monte dei paschi di Siena – Banca Antonveneta

La banca Monte dei Paschi di Siena conosciuta anche come MPS, nasce nel 1472 come Monte di Pietà per offrire aiuto alle classi bisognose della città di Siena.

È attualmente la banca in attività più antica e ritenuta più longeva del mondo.

In Italia, risulta essere il terzo gruppo bancario per numero di filiali dopo Unicredit e Intesa Sanpaolo.

L'operatività del gruppo oltre all'attività bancaria tradizionale, comprende

l'Asset Management, il Private Banking (fondi comuni d'investimento mobiliare, Gestioni patrimoniale per i clienti privati, fondi pensione e Polizze vita), l'Investment Banking alla finanza innovativa d'impresa (Project Finance, Merchant Banking e Consulenza Finanziaria).

Le componenti del gruppo in Italia

Denominazione	Attività	ABI
Banca Monte dei Paschi di Siena (<i>società capogruppo</i>)	Banca	01030
MPS Leasing & Factoring	Banca	03210
Mps Capital Services Banca per le Imprese	Banca	10643
Wise Dialog Bank	Banca	03442
Consum.It SpA	Fin. di Credito Credito al Consumo	32267
Casaforte S.R.L.	Società Finanziaria	32612
Cirene <u>Finance</u> Srl	Società Finanziaria	33082
Consum.It Securitisation S.R.L.	Società Finanziaria	32566
Monte Paschi Fiduciaria SpA	Società Finanziaria	
Mps Covered Bond	Società Finanziaria	33621
Mps Covered Bond 2	Società Finanziaria	33707
Siena Consumer S.R.L.	Società Finanziaria	35096
Siena <u>Mortgages</u> 07-5 SpA	Società Finanziaria	32555
Siena Mortgages 09-6 S.R.L.	Società Finanziaria	32591
Siena Mortgages 10-7 S.R.L.	Società Finanziaria	32517
Siena Sme 11 - 1 S.R.L.	Società Finanziaria	35003
Aiace Reoco S.R.L.	Società Strumentale	
Consorzio Operativo Gruppo Mps (o Coper. G. M.P.S.)	Società Strumentale	
Enea Reoco S.R.L.	Società Strumentale	
G.Imm - Astor S.R.L.	Società Strumentale	
Magazzini <u>Generali</u> Fiduciari di Mantova SpA	Società Strumentale	
Mps Immobiliare SpA	Società Strumentale	

Le componenti del gruppo all'Estero

Denominazione	Attività	Paese estero
Banca Monte Paschi Belgio S.A.	Banca	Belgio
Monte Paschi Banque S.A.	Banca	Francia
Monte Paschi Conseil S.A.	Intermediazione Finanziaria	Francia
Immobiliere Victor Hugo Sci	Società Strumentale	Francia
Montepaschi Luxembourg S.A.	Società Finanziaria	Lussemburgo
Mps <u>Preferred Capital</u> I, L.L.C.	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America
Mps Preferred Capital II Llc	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America
Antonveneta Capital L.L.C. I	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America
Antonveneta Capital L.L.C. 2	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America
Antonveneta <u>Capital Trust</u> 2	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America
Antonveneta Capital Trust I	Società Finanziaria	Stati Uniti d'America

Tratto da www.mps.it

L'8 novembre del 2007, il gruppo Mps annuncia con una nota di aver raggiunto un accordo con Banco Santander per l'acquisto di Banca Antonveneta per 9 miliardi di euro, escludendo dal perimetro di acquisto la controllata Interbanca che rimaneva di proprietà della banca spagnola.

La banca Antonveneta è la banca padovana che, dopo il caso Bancopoli, fu acquistata da ABN AMRO e sarebbe dovuta passare al Banco Santander dopo l'acquisto da parte della prima del consorzio composta da RBS, Santander e Fortis.

Nel marzo 2008, la Banca d'Italia rilasciò il provvedimento di autorizzazione all'acquisizione ed il 27 marzo dello stesso anno, l'Isvap autorizzò BMPS ad assumere, tramite Antonveneta, una partecipazione rilevante del 50% del capitale sociale di Antoniana Veneta Popolare Vita S.p.a. e di Antoniana Veneta Popolare Assicurazioni S.p.a.

Il successivo 7 maggio 2008, l'Autorità Garante della Concorrenza deliberò l'approvazione dell'acquisizione da parte di BMPS di Banca Antonveneta.

Nella fase pre – operazione, BMPS non ha effettuato una formale Due Diligence finalizzata all'aggiustamento del prezzo di acquisizione, ma si è servita di una forma di Due Diligence condotta, dopo la sottoscrizione dell'Accordo, sulle principali tematiche contabili, fiscali e legali del Gruppo Antonveneta. L'Accordo non conteneva dichiarazioni e garanzie a favore dell'acquirente; Banco Santander rilasciò al *closing* apposite dichiarazioni in relazione all'assenza di pegni e vincoli sulle Azioni.

Gli obiettivi che venivano ricercati con l'operazione di acquisizione erano:

- maggiore copertura geografica;
- aumento della posizione competitiva;
- incremento delle masse fiduciarie, con conseguente raggiungimento di un assetto dimensionale ottimale e una maggiore diversificazione del rischio;
- raggiungimento di economie di scala, con conseguente crescita della propria capacità competitiva e di governo dei fattori di rischio\rendimento.

Il 30 maggio 2008 da Madrid viene annunciata la conclusione delle operazioni di vendita per l'importo stabilito in ottemperanza all'accordo sancito l'8 novembre 2007.

SINTESI DEI DATI PRO-FORMA E DEI DATI PER AZIONE AL 31 DICEMBRE 2007

Voci di bilancio	Gruppo MONTEPASCHI	Gruppo Antonveneta	Rettifiche	Gruppo Montepaschi Pro-forma
Dati economici (Euro/milioni)			(a)	(b)
Margine di interesse	2.914	1.062	(165)	3.811
Commissioni nette	1.516	434	-	1.950
Risultato netto della gestione finanziaria e assicurativa	4.183	1.273	(167)	5.289
Costi operativi	(3.055)	(1.079)	-	(4.134)
Utile (Perdita) della operatività corrente al lordo delle imposte	1.270	210	(167)	1.313
Utile (Perdita) di esercizio di pertinenza della capogruppo	1.437	(6)	(95)	1.336
Dati patrimoniali (Euro/milioni)				
Attività finanziarie detenute per la negoziazione	26.247	1.010	(2)	27.255
Crediti verso clientela	106.322	30.573	-	136.895
Totale dell'attivo	161.984	50.734	(4.532)	208.186
Debiti verso clientela	60.437	19.811	-	80.248
Titoli in circolazione	39.817	5.329	2.147	47.293
Patrimonio netto di pertinenza del Gruppo	8.648	3.373	2.521	14.542

Tratto da: www.mps.it

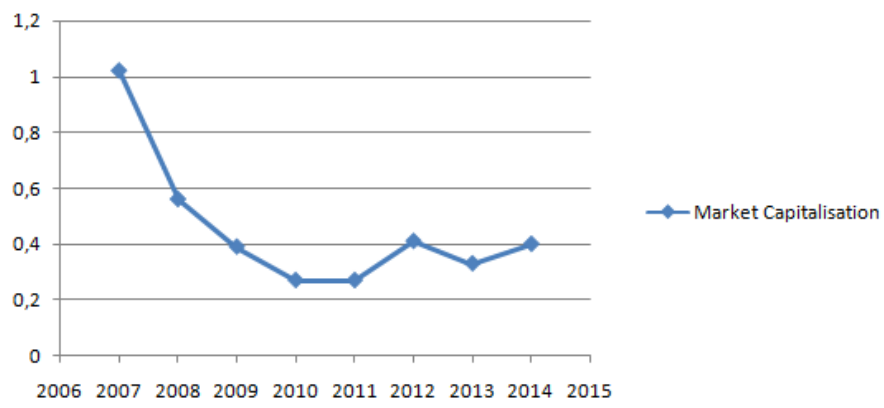
Ora, trattando dal punto di vista contabile l'analisi dell'andamento aziendale dopo l'acquisizione della Banca Antonveneta, vediamo come il valore del P/E ratio, rilevato dal 2007 anno in cui inizia la trattativa bancaria fino al 2009 subisce un aumento sproporzionato, per poi negli anni successivi avere un calo drastico arrivando anche a valori negativi dal 2011 in poi. Per quanto concerne invece il P/BV tendono ad avere un andamento decrescente inizialmente e crescente dopo, ma tutto non in modo drastico.

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
Price / earnings ratio - close	-0,45	-1,42	-0,83	-0,58	4,75	30,09	9,03	6,22
Price / earnings ratio - high	-149,92	-2,54	-1,61	-2,39	7,51	39,60	21,70	9,01
Price / earnings ratio - low	-0,44	-1,23	-0,52	-0,53	4,54	18,87	7,20	6,01
Price / earnings ratio - average high-low	-75,18	-1,88	-1,07	-1,46	6,03	29,23	14,45	7,51
Earnings yield (%) - close	-222,36	-70,23	-120,99	-172,71	21,08	3,32	11,07	16,08
Earnings yield (%) - high	-229,44	-81,57	-190,69	-188,35	22,01	5,30	13,89	16,63
Earnings yield (%) - low	-0,67	-39,35	-62,17	-41,82	13,32	2,53	4,61	11,10
Earnings yield (%) - average high-low	-1,33	-53,09	-93,77	-68,44	16,60	3,42	6,92	13,31
Dividend yield - close	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,54	1,88	1,18	7,08
Dividend yield - high	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	6,83	3,00	1,47	7,33
Dividend yield - low	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,13	1,43	0,49	4,89
Dividend yield - average high-low	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	5,15	1,93	0,74	5,87
Dividend payout per share	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	31,01	56,55	10,61	44,06
Price / book value ratio - close	0,40	0,33	0,41	0,27	0,27	0,39	0,56	1,02
Price / book value ratio - high	133,86	0,59	0,80	1,10	0,43	0,51	1,34	1,47
Price / book value ratio - low	0,39	0,29	0,26	0,25	0,26	0,24	0,44	0,98
Price / book value ratio - average high-low	67,13	0,44	0,53	0,67	0,34	0,38	0,89	1,23
Market Capitalisation / shareholders funds	0,40	0,33	0,41	0,27	0,27	0,39	0,56	1,02

File scaricato da Bankscope

Purtroppo però, il caso MPS risulta essere un esempio negativo di utilizzo delle Business Combinations, che viene sottoposto ad analisi appositamente, per considerare tutti gli aspetti che circondano tali operazioni, che ovviamente come tutto nella pratica economica, possono avere enormi effetti benefici ma anche effetti totalmente negativi. Questo caso, sottoposto ad inchiesta dalla Procura di Siena, è stato strutturato in modo fraudolento, infatti come abbiamo prima accennato, non fu utilizzata nemmeno un'appropriata attività di Due Diligence e adeguati sistemi di garanzia per la tutela dell'operazione. Altro aspetto tenuto in considerazione dalla Procura è stato quello dei contratti derivati sottoscritti con le banche straniere Nomura e Deutsche Bank, che secondo gli inquirenti sono stati meccanismi con cui sono stati abbelliti i bilanci e nascosto il dissesto causato dall'acquisizione. Infatti vediamo dal grafico sottostante come anche la Market Capitalisation ha un andamento nettamente negativo negli anni successivi all'operazione.

Market Capitalisation



Il Caso UniCredit

UniCredit S.p.a. è riconosciuto tra i primi gruppi di credito italiani ed europei, con sede sociale a Roma e direzione generale a Milano.

La banca detiene oltre 40 milioni di clienti e opera in 22 paesi differenti, principalmente Italia, Austria, Germania, Polonia, Turchia, Svizzera e Centro ed Est Europa.

Il 20 maggio 2007 i Cda di UniCredit e Capitalia hanno approvato il progetto di fusione per incorporazione di Capitalia S.p.a. in Unicredito Italiano S.p.a. sulla base di un rapporto di concambio di 1,12 nuove azioni ordinarie di UniCredit per ogni azione ordinaria di Capitalia. Conseguentemente Unicredit ha aumentato il proprio patrimonio sociale di Euro 1.458.865.094,00 mediante emissione di n. 2.917.730.188 azioni ordinarie da nominali Euro 0,50 cadauna, destinate al concambio di n. 2.605.116.240 azioni di Capitalia S.p.a..

Il capitale sociale di Unicredito Italiano post-fusione è stato, pertanto, di complessivi Euro 6.681.330.190,50 diviso in numero 13.362.660.381 azioni da Euro 0,50 cadauna, di cui numero 13.340.953.829 azioni ordinarie e numero 21.706.552 azioni di risparmio. Dall'atto di fusione emerge inoltre una particolarità rispetto alle altre operazioni di fusione sin qui analizzate: "Alla data di efficacia della fusione (1° ottobre 2007), in attuazione della delibera assunta dalla stessa assemblea sociale che ha approvato la fusione, UniCredit provvederà, altresì, a emettere:

- n° 2.787.750 "Diritti di Sottoscrizione UniCredit S.p.A. 2007 – 2008 – Ex Warrants Capitalia 2002";
- n° 16.179.250 "Diritti di Sottoscrizione UniCredit S.p.A. 2007 – 2011 – Ex Warrants Capitalia 2005";
- n° 332.925 "Diritti di Sottoscrizione UniCredit S.p.A. 2007 – 2009 – Ex Warrants FinecoGroup 2003";
- n° 6.857.004 "Diritti di Sottoscrizione UniCredit S.p.A. 2007 – 2011 – Ex Warrants FinecoGroup 2005";

da assegnare in sostituzione, rispettivamente, di un egual numero di "Warrants Dipendenti A", "Warrants Dipendenti B", "Warrants Fineco A", "Warrants Fineco B" a suo tempo assegnati al Personale del Gruppo Capitalia, ciascuno dei quali consentirà la

sottoscrizione di 1,12 azioni UniCredit di nuova emissione.

L'esercizio di tali diritti comporterà un aumento del capitale sociale di UniCredit di massimi Euro 14.647.880,00, corrispondente a massime n. 29.295.760 azioni ordinarie da nominali euro 0,50 cadauna.

- n° 425.000 “Diritti di acquisto UniCredit S.p.A. 2007 – 2011 – Ex Warrants Capitalia 2005 AD”;

da assegnare in sostituzione di un egual numero di “Warrant AD 2005” che daranno diritto ad acquistare azioni ordinarie UniCredit sulla base del rapporto di concambio di 1,12 azioni UniCredit per ogni diritto esercitato”.

Il primo ottobre 2007 la fusione è diventata dunque effettiva, stabilendo la sede legale a Roma.

Nella prime dichiarazioni post- operazione i vertici di Unicredit affermavano come già dal 2007 questa sarebbe stata accrescitiva per Capitalia. Le prime sinergie erano già attese in tempi relativamente brevi: si calcolavano 300 milioni di euro nel 2008 per minori costi, 800 milioni nel 2009, 1,2 miliardi nel 2010, di cui 400 milioni di sinergie da ricavi e 800 da costi.

Dal 2007 in poi, possiamo notare gli andamenti dei Multipli di mercato della banca tramite la tabella sotto riportata.

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
Price / earnings ratio - close	12,95	-2,29	17,55	-1,40	18,40	19,42	5,09	11,35
Price / earnings ratio - high	16,72	-2,43	31,09	-4,41	28,80	23,02	16,92	15,51
Price / earnings ratio - low	12,10	-1,35	10,42	-1,38	17,38	4,64	4,44	9,95
Price / earnings ratio - average high-low	14,41	-1,89	20,76	-2,90	23,09	13,83	10,68	12,73
Earnings yield (%) - close	7,72	-43,59	5,70	-71,51	5,44	5,15	19,64	8,81
Earnings yield (%) - high	8,26	-74,12	9,60	-72,41	5,76	21,54	22,53	10,05
Earnings yield (%) - low	5,98	-41,18	3,22	-22,65	3,47	4,35	5,91	6,45
Earnings yield (%) - average high-low	6,94	-52,95	4,82	-34,51	4,33	7,23	9,37	7,85
Dividend yield - close	n.a.	1,83	2,39	0,00	1,84	1,39	0,00	4,53
Dividend yield - high	n.a.	3,11	4,02	0,00	1,95	5,83	0,00	5,16
Dividend yield - low	n.a.	1,73	1,35	0,00	1,18	1,18	0,00	3,31
Dividend yield - average high-low	n.a.	2,22	2,02	0,00	1,47	1,96	0,00	4,04
Dividend payout per share	n.a.	4,20	41,92	0,00	33,93	27,05	0,00	51,38
Price / book value ratio - close	0,59	0,62	0,32	0,23	0,45	0,63	0,40	1,21
Price / book value ratio - high	0,76	0,66	0,57	0,71	0,70	0,75	1,32	1,66
Price / book value ratio - low	0,55	0,37	0,19	0,22	0,42	0,15	0,35	1,06
Price / book value ratio - average high-low	0,65	0,51	0,38	0,47	0,56	0,45	0,83	1,36
Market Capitalisation / shareholders funds	0,59	0,62	0,32	0,23	0,45	0,63	0,40	1,21

Tratto da Bankscope

L'anno immediatamente successivo alla fusione, fa registrare un valore del P/E ratio molto inferiore rispetto a quello dell'anno precedente, dunque indice di una maggiore appetibilità dell'azienda sul mercato. Negli successivi, tuttavia, dettati anche dalla crisi che ha colpito anche UniCredit, l'andamento dell'indice appare molto variabile con andamenti scostanti di anno in anno. Per il P/BV, in generale il valore risulta essere dimezzato rispetto all'anno dell'implementazione.



Dall'analisi degli andamenti della Market Capitalisation, trascurando i primi anni nettamente e drasticamente in calo notiamo una lenta ripresa a partire dal 2011.

Il caso Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo è un istituto bancario, operativo dal 2 gennaio 2007 nato dalla fusione per incorporazione di Sanpaolo IMI in Banca Intesa.

Con sede legale a Torino e sede secondaria a Milano è il sesto gruppo economico italiano per fatturato.

La stipula dell'atto di fusione è avvenuta il 28 dicembre del 2006 , ed in tale documento si sottolineava come a decorrere dalla data di efficacia della fusione l'incorporante avrebbe modificato la propria denominazione sociale in Intesa Sanpaolo S.p.a., procedendo anche ad un aumento di capitale per 3.033.435.122,64 euro mediante emissione di n. 5.833.529.082 azioni ordinarie di nominali 0,52 euro da attribuire agli azionisti Sanpaolo IMI nel rapporto di cambio di 3,115 azioni ordinarie Intesa Sanpaolo S.p.a. di nominali euro 2,88 cadauna.



Tratto da: www.group.intesasanpaolo.com

Vediamo nel dettaglio gli effetti della fusione sulla società in termini di Multipli di Mercato.

	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2012	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009	31/12/2008	31/12/2007
Price / earnings ratio - close	29,30	-6,10	12,18	-2,46	8,72	12,77	11,13	8,72
Price / earnings ratio - high	32,22	-6,34	15,46	-5,02	13,78	12,96	23,92	10,11
Price / earnings ratio - low	21,54	-3,70	8,00	-1,63	8,11	5,25	8,90	8,14
Price / earnings ratio - average high-low	26,88	-5,02	11,73	-3,32	10,95	9,10	16,41	9,13
Earnings yield (%) - close	3,41	-16,39	8,21	-40,67	11,47	7,83	8,98	11,48
Earnings yield (%) - high	4,64	-27,02	12,50	-61,46	12,32	19,04	11,23	12,28
Earnings yield (%) - low	3,10	-15,78	6,47	-19,92	7,26	7,72	4,18	9,89
Earnings yield (%) - average high-low	3,72	-19,92	8,52	-30,08	9,14	10,98	6,09	10,96
Dividend yield - close	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,27	2,75	0,08	n.a.
Dividend yield - high	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4,59	6,69	0,10	n.a.
Dividend yield - low	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2,70	2,71	0,04	n.a.
Dividend yield - average high-low	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3,40	3,86	0,06	n.a.
Dividend payout per share	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	37,21	35,15	0,90	n.a.
Price / book value ratio - close	0,85	0,62	0,40	0,42	0,44	0,70	0,60	1,23
Price / book value ratio - high	0,94	0,64	0,51	0,85	0,70	0,71	1,28	1,42
Price / book value ratio - low	0,63	0,37	0,27	0,28	0,41	0,29	0,48	1,14
Price / book value ratio - average high-low	0,78	0,51	0,39	0,57	0,56	0,50	0,88	1,28
Market Capitalisation / shareholders funds	0,85	0,62	0,40	0,42	0,44	0,70	0,60	1,23

Tratto da Bankscope

Il valore del P/E ratio tende ad avere un graduale aumento per i primi anni successivi, per poi scendere a dei livelli anche negativi e risalire drasticamente nel 2014, mentre per il P/BV i valori dall'anno successivo all'operazione assumono valori radicalmente più bassi.



Possiamo notare dal grafico, come gli effetti positivi della Business Combination attuata porta effetti positivi confermati anche dall'andamento dei valori della Market Capitalisation. Come in tutti gli altri esempi sopra riportati, anche qui il 2007 è l'anno drastico , ma vediamo successivamente dal 2012 in poi, andamenti crescenti dei valori.

Osservazioni

	Istituto	P/E 2014
Italia	Mediobanca	11,6
	Banca Popolare di Milano	14,0
	Unicredit	15,1
	Banca Intesa Sanpaolo	22,2
	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	23,2
	UBI	25,6
	Banco Popolare	n.s.
	Banca Monte dei Paschi di Siena	n.s.
Spagna	Banco Santander S.A.	14,1
	Banco Bilbao	18,2
Germania	Deutsche Bank AG	22,4
Francia	Societe Generale	9,3
	BNP Paribas	9,6
USA	Morgan Stanley	11,2
	Jp Morgan Chase	11,2
	Goldman Sachs	11,8
	Wells Fargo	13,3
	Citigroup	13,9
	Bank of America Corporation	38,3

	Istituto	P/E 2015
Italia	Banca Popolare di Milano	10,9
	Mediobanca	11,2
	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	11,3
	Unicredit	11,4
	Banco Popolare	13,1
	Banca Intesa Sanpaolo	13,5
	UBI	14,1
	Banca Monte dei Paschi di Siena	14,2
Spagna	Banco Santander S.A.	11,9
	Banco Bilbao	12,3
Germania	Deutsche Bank AG	9,2
Francia	Societe Generale	7,9
	BNP Paribas	9,1
USA	Goldman Sachs	10,0
	Jp Morgan Chase	10,3
	Morgan Stanley	11,1
	Bank of America Corporation	11,8
	Citigroup	12,7
	Wells Fargo	12,9

Tratto da albertonosari.it

Partendo dalle valutazioni sopra esposte, possiamo mettere in evidenza come i valori dei P/E ratio degli istituti bancari, che abbiamo finora sottoposto ad analisi, diminuiscono complessivamente dal 2014 alle prime valutazioni del 2015 e come la banca Monte dei Paschi sia quella meno appetibile sul mercato al contrario invece di UniCredit che nonostante la sua grandezza mantiene gli indici più bassi rispetto alle altre e, in generale, in linea con le principali banche europee e americane.

Per quanto invece riguarda il P/BV generale, possiamo notare che i valori più bassi in questo caso sono detenuti proprio dalla Monte dei Paschi di Siena per entrambi gli anni, mentre il valore più alto questa volta è mantenuto da Intesa Sanpaolo, ma comunque nonostante sia quella che detiene i livelli più alti in Italia non è disallineata rispetto alle altre banche esposte nella valutazione.

	Istituto	P/BV 2014
Italia	Banca Monte dei Paschi di Siena	0,28
	Banco Popolare	0,40
	UBI	0,52
	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,52
	Banca Popolare di Milano	0,55
	Unicredit	0,66
	Mediobanca	0,74
	Banca Intesa Sanpaolo	0,91
Spagna	Banco Santander S.A.	1,03
	Banco Bilbao	1,04
Germania	Deutsche Bank AG	0,53
Francia	Societe Generale	0,59
	BNP Paribas	0,77
USA	Goldman Sachs	0,80
	Bank of America Corporation	0,82
	Jp Morgan Chase	1,06
	Citigroup	1,08
	Morgan Stanley	1,18
	Wells Fargo	1,71

	Istituto	P/BV 2015
Italia	Banca Monte dei Paschi di Siena	0,30
	Banco Popolare	0,40
	Banca Popolare dell'Emilia Romagna	0,51
	UBI	0,51
	Banca Popolare di Milano	0,54
	Unicredit	0,64
	Mediobanca	0,71
	Banca Intesa Sanpaolo	0,89
Spagna	Banco Bilbao	1,00
	Banco Santander S.A.	1,01
Germania	Deutsche Bank AG	0,52
Francia	Societe Generale	0,57
	BNP Paribas	0,74
USA	Goldman Sachs	0,74
	Bank of America Corporation	0,78
	Jp Morgan Chase	0,99
	Citigroup	1,01
	Morgan Stanley	1,10
	Wells Fargo	1,61

Tratto da albertonosari.it

Conclusioni

Le operazioni di Business Combinations, sono in estrema sintesi un meccanismo particolare e spesso difficoltoso da implementare.

La diversità e la criticità di alcuni fattori interni all'azienda, possono spesso creare numerosi ostacoli alla buona riuscita di un piano di aggregazione aziendale, perché abbiamo già detto e sottolineato che al fine della creazione del Valore aziendale, non può essere soltanto una parte o una classe di soggetti economici inseriti nel contesto aziendale ad essere operativa al raggiungimento dell'obiettivo, ma l'armonia, la condivisione dello scopo e la collaborazione di tutti i soggetti all'interno della stessa, devono essere un elemento di base per il successo dell'operazione.

Tanti possono quindi essere i disincentivi al ricorso, poiché si parla sempre di scelte strategiche di grande impatto e chiaramente molto dispendiose, caratterizzate soprattutto da una forte incertezza .

Tuttavia, nonostante ciò, tante possono essere le motivazioni che spingono le aziende a farne uso.

La fusione ad esempio, che abbiamo trattato nel Capitolo 2 ,costituisce dal punto di vista economico, la forma più estrema ed intensa di concentrazione di più organismi economici. A differenza di altre forme di aggregazione aziendale, che mantengono l'autonomia giuridica delle imprese coinvolte anche se ne limitano l'autonomia economica, la fusione elimina totalmente l'autonomia giuridiche delle imprese incorporate o fuse, mentre talvolta lascia sopravvivere una, sia pur parziale, autonomia organizzativa.

Sono molteplici le motivazioni per cui il ricorso alla fusione, in determinate situazioni, comporta un fattore di sviluppo e di crescita dell'impresa. Nello specifico ricordiamo:

Motivi	Descrizione
Produttivi	- Migliore utilizzo e sfruttamento degli impianti e delle attrezzature; - Incremento e integrazione delle capacità produttive dei diversi impianti; - Integrazione di fasi produttive consecutive.
Tecnologici	- Acquisizione di brevetti, licenze, segreti di fabbricazione e know – how; - Conseguimento di economie di scala e sinergie nella ricerca e progettazione.
Logistici	- Ottimizzazione del processo distributivo (trasporto, magazzinaggio ecc.)
Commerciali	- Riduzione della concorrenza; - Ampliamento ed integrazione della gamma dei prodotti; - Miglioramento della posizione contrattuale sia sul fronte degli acquisti sia delle vendite (conseguimento di ulteriori economie di scala); - Ampliamento delle possibilità in tema di pubblicità e tecniche di commercializzazione.
Amministrativi	- Riduzione dei costi amministrativi; - Possibilità di utilizzo di strutture e sistemi informativi avanzati.
Finanziari	- Possibilità di ricompensare gli eventuali squilibri esistenti nelle strutture delle imprese che procedono alla fusione; - Miglioramento delle condizioni di negoziazione.

Rif. www.paramond.it/old/documenti/word/OIC_4.doc

Da parte loro invece tutte quelle che possono essere le operazioni di acquisizione aziendale, effettuate anche tramite cessione aziendale o conferimenti, hanno numerose motivazioni alla base della loro implementazione che abbiamo visto già

precedentemente nel Capitolo 3 e che possono essere in qualche modo ricondotte anche a queste ultime.

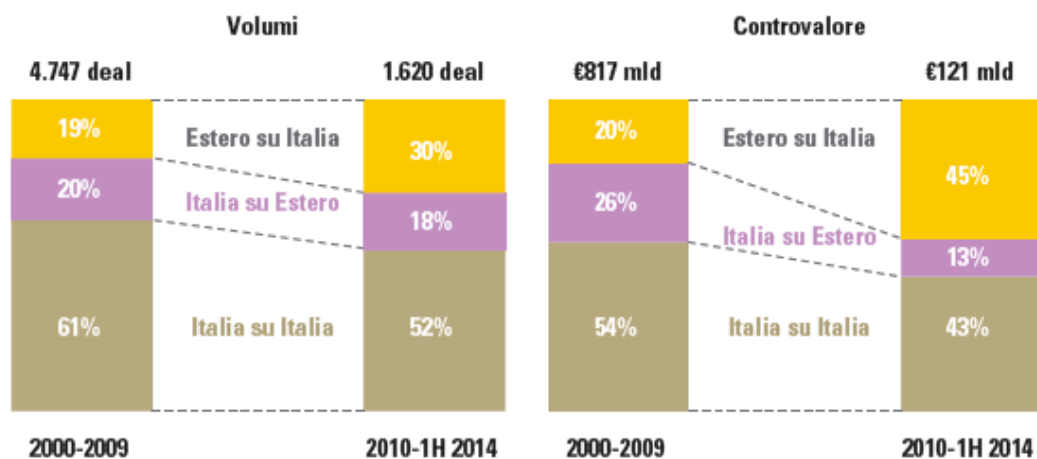
Dunque, la trattazione, che è stata frutto di numerose ricerche, studi e analisi, non fa altro che ammettere l'impotenza della capacità umana di prevedere esattamente gli sviluppi di una determinata decisione strategica aziendale, perché si sa bene che il mondo economico, come del resto ogni aspetto del nostro operare, è ricco di imprecisioni, imprevisti, sorprese e quant'altro, ma afferma tuttavia che una buona capacità manageriale di corretto adempimento di tutte le misure necessarie per il perfezionamento dell'operazione, la minuziosa pianificazione della strutturazione della stessa, l'efficienza degli analisti, una completa valutazione, ma soprattutto una collaborazione aziendale efficiente possono portare al successo dell'operazione con la nascita di straordinarie sinergie. La teoria aziendale ne riconosce sostanzialmente quattro:

- Potere di mercato;
- Sinergie operative;
- Sinergie finanziarie ;
- Sinergie manageriali.

È dunque vero che le operazioni di Business Combinations possono essere oggetto di asimmetrie informative e Moral Hazard come abbiamo visto chiaramente nel caso Monte dei Paschi di Siena, nell'accento alle problematiche scoperte successivamente alla conclusione dell'operazione, ma è anche vero che i numerosi vantaggi che comportano e la dimostrazione della diffusione nella realtà economica a partire da anni non recenti, risulta essere una netta affermazione dei vantaggi sinergici che le Business Combinations comportano.

Sinergie “ il tutto vale più della somma delle sue componenti”.

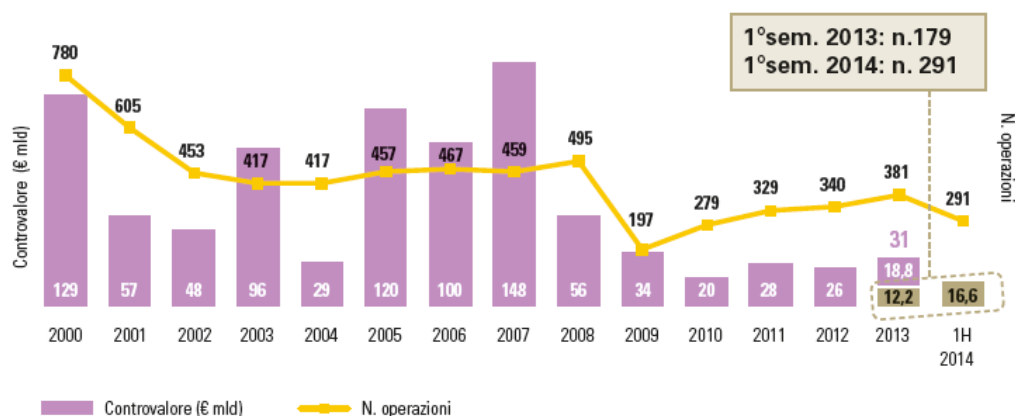
Il mercato italiano M&A (tutti i settori) per direttrice



Fonte: Elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters

Tab.1. Grafico riassuntivo che mette in risalto, un aumento negli ultimi due anni degli investimenti provenienti dall'estero, dopo il periodo di crisi dei debiti sovrani che aveva inaridito il campo delle operazioni di Business Combinations in Italia.

M&A 2000-1H 2014: controvalore e numero operazioni completate



Fonte: Elaborazioni KPMG Corporate Finance su dati Thomson Reuters

Tab.2. Grafico che mette evidenza il trend negativo subito a partire dal 2008, per conoscere poi una lenta ripresa che migliora negli ultimi anni come segno di ripresa.

Bibliografia

ABATE E., VIRGILIO A., Ernest & Young, *Le aggregazioni aziendali. Guida all'applicazione degli IFRS*, Egea 2008.

BERK J., DE MARZO P. , *Corporate Finance, Third Edition*, Pearson 2014

CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari*, Seconda edizione aggiornata ai principi contabili nazionali ed internazionali. Giuffrè Editore.

DALLOCCHIO M., TAMAROWSKI C., *Corporate Governance e Valore:l'esempio di Telecom Italia*, Egea.

DEL PRETE S., *I processi aggregativi d'impresa. Un'analisi delle peculiarità delle concentrazioni bancarie*, Giuffrè Editore, 2002.

DI LAZZARO F. *La performance del Valore. Per l'analisi aziendale*, G. Giappichelli Editore 2013, Seconda edizione.

FERRARO O., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Rirea 2008.

FONTANA F., DE MARCO M., *M&A nel settore bancario. Gli adeguamenti organizzativi, gestionali e informativi*”, Franco De Angeli 2000.

GAREGNANS G. M., *Profili valutativi nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Giuffrè Editore.

IRRERA M., *Le acquisizioni societarie*, Zanichelli Editore 2011.

POTTITO L.,*Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, G. Giappichelli Editore, Terza Edizione 2009;

QUATRARO B., PICONE L.G, *Le offerte pubbliche di acquisto e scambio*, Milano, Giuffrè Editore , 2000.

RESTI A., *Le fusioni bancarie .La lezione dell'esperienza. Effetti , opportunità e rischi*, Bancaria Editrice 2006.

SAVIOLI G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano Giffre Editore , 2008, Terza Edizione.

TESAURO F., *Istituzioni di Diritto Tributario, vol.2 Parte Speciale*, Utet Giuridica 2012, Nona edizione rielaborata e aggiornata.

Siti Internet:

www.myliuc.it

confindustria.marche.it

economia.uniparthenope.it

www.wikipedia.org

www.101professionisti.it

www.bankipedia.org

www.paramond.it/old/documenti/word/OIC_4/.doc

www.ubibanca.it

it.finance.yahoo.com

www.borsaitaliana.it

argomenti.ilsole24ore.com

Guida M&A. Come valutare, acquistare e cedere un'azienda, AIFI

www.professionisti.it

www.businessvalue.it

www.sapere.it

www.cortellazzo-soatto.it

www.mps.it

www.tuttoitalia.it

www.ec.univaq.it
www.odcec.lo.it
www.fondazionenazionalecommercialisti.it
www.luiss.it
www.fondazioneoic.it
www.revisorionline.it/IAS_IFRS/IFRS_3.htm
www.iasplus.com
www.ifrs.org
www.larevisionelegale.it
www.treccani.it
www.tidona.com
www.assogestioni.it
albertonosari.it
www.group.intesasanpaolo.com
www.unicredit.it
espresso.repubblica.it
www.kpmg.com

Codici:

I Codici De Simone

TUIR, da www.altalex.com

De Nova G., Codice Civile e Leggi Collegate, Zanichelli 2014

Direttiva 90/434/CEE da eur-lex.europa.eu

Codice di procedura civile, da www.testolegge.it

Banche Dati:

Bankscope

N.B. La maggior parte degli esempi contabili riportati, sono stati tratti da elaborazioni personali a cura del Prof. A. Mechelli.

