



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Revisione, Deontologia e Tecnica Professionale

LE MOTIVAZIONI SOTTOSTANTI LE OPERAZIONI DI FUSIONE: ANALISI DI ALCUNI CASI CONCRETI

RELATORE

Prof. Antonio Chirico

CANDIDATO

Giammarco Russo

Matr. 178831

Anno Accademico 2014\2015

Sommario

Introduzione	p. 6
1. Le operazioni di fusione e la relativa regolamentazione	p. 8
1.1. Fusione: le fasi della fusione.....	p. 8
1.1.1. L'avvio delle trattative	p. 8
1.1.1.1. La figura del <i>merge advisor</i> e la <i>Due diligence review</i>	p. 9
1.1.2. Il progetto di fusione ed il deposito degli atti.....	p. 10
1.1.3. La delibera di fusione.....	p. 11
1.1.4. L'atto di fusione	p. 11
1.2. Fusione: le tipologie	p. 12
1.2.1. La fusione per unione	p. 12
1.2.2. La fusione per incorporazione	p. 12
1.2.2.1. Il <i>merger leveraged buyout</i>	p. 13
1.2.2.2. La fusione inversa.....	p. 15
1.3. Fusione: la normativa di riferimento.....	p. 16
1.3.1. Contesto nazionale: il Codice civile.....	p. 16
1.3.1.1. Contenuto analitico del progetto di fusione ..	p. 16
1.3.1.2. La situazione patrimoniale	p. 17
1.3.1.3. La relazione degli amministratori.....	p. 18
1.3.1.4. La relazione degli esperti.....	p. 19
1.3.1.5. Altri documenti	p. 20
1.3.1.5.1. La relazione di stima del patrimonio nell'ambito delle fusioni eterogenee ..	p. 21
1.3.1.6. La tutela dei creditori sociali ed impugnazione della delibera di fusione.....	p. 21
1.3.1.6.1. La tutela degli obbligazionisti	p. 23
1.3.1.7. La responsabilità per danni da fusione	p. 23
1.3.1.7.1. La tesi della natura “sociale” del danno da concambio	p. 24
1.3.1.7.2. Il danno relativo cagionato dalla fusione inopportuna.....	p. 25
1.3.1.8. La legittimità dell'operazione di <i>merger leveraged buyout</i>	p. 26
1.3.2. Contesto nazionale: la normativa fiscale	p. 27
1.3.2.1. Gli effetti fiscali delle differenze da fusione...	p. 28

1.3.2.2.	Le modalità di ricostituzione delle riserve in sospensione d'imposta.....	p. 29
1.3.2.3.	Modalità di riporto delle perdite fiscali post-fusione: la normativa antielusiva	p. 30
1.3.3.	Contesto nazionale: i principi contabili nazionali OIC.....	p. 32
1.3.3.1.	OIC n. 4	p. 33
1.3.4.	Contesto internazionale: fusioni transfrontaliere e i principi contabili internazionali IAS/IFRS dello IASB.....	p. 33
1.3.4.1.	Fusioni transfrontaliere e la Decima Direttiva p. 34	
1.3.4.1.1.	Il progetto di fusione transfrontaliero e il certificato preliminare alla fusione transfrontaliera	p. 36
1.3.4.2.	<i>L' International Financial Reporting Standard n. 3</i>	p. 37
1.3.5.	La normativa antitrust nelle operazioni di concentrazione	p. 38
1.3.5.1.	Normativa nazionale	p. 39
1.3.5.2.	Normativa comunitaria	p. 40
2.	La determinazione del valore economico del capitale ai fini della fusione	p. 43
2.1.	Le motivazioni sottostanti alla fusione.....	p. 43
2.1.1.	M&A e strategia aziendale.....	p. 43
2.2.	Il valore economico del capitale aziendale.....	p. 44
2.2.1.	Modalità di calcolo: i metodi indiretti	p. 44
2.2.1.1.	Metodo reddituale	p. 45
2.2.1.2.	Metodo finanziario.....	p. 46
2.2.1.3.	Metodo patrimoniale	p. 48
2.2.1.4.	Metodi misti	p. 50
2.2.1.4.1.	Metodo della stima autonoma del <i>goodwill</i>	p. 50
2.2.1.4.2.	Metodo dell' <i>Economic Value Added (EVA)</i>	p. 51
2.2.2.	Modalità di calcolo: i metodi diretti	p. 52
2.2.2.1.	Metodo dei multipli di mercato	p. 52
2.2.2.2.	Metodo delle transazioni comparabili	p. 53
3.	Gli effetti contabili derivanti dalla fusione	p. 54
3.1.	Il rapporto di cambio	p. 54
3.1.1.	Le modalità di determinazione	p. 56
3.1.1.1.	Accorgimenti propedeutici nelle fusioni per incorporazione	p. 56

3.1.2. Le differenze da concambio.....	p. 56
3.2. La problematica delle partecipazioni detenute: le differenze da annullamento	p. 57
3.3. La retroattività contabile	p. 58
3.4. Il bilancio di chiusura	p. 59
3.4.1. Casistiche di non necessità del bilancio di chiusura	p. 60
3.5. Il bilancio d'apertura.....	p. 60
3.5.1. Approvazione e pubblicità del bilancio d'apertura.....	p. 61
3.6. I profili contabili della fusione inversa.....	p. 61
3.6.1. Contabilizzazione della fusione inversa secondo l'OIC n. 4	p. 62
3.6.2. La <i>reverse acquisition</i> dell'IFRS n. 3	p. 63
3.7. Contabilizzazione secondo i principi contabili internazionali.....	p. 63
3.7.1. <i>Goodwill</i> e ammortamento.....	p. 65
3.8. Esemplificazione contabile di fusione per incorporazione.....	p. 66
3.8.1. Prospetti contabili societari e operazioni preliminari alla contabilità.. p. 66
3.8.2. Scritture contabili della società incorporata.....	p. 68
3.8.3. Scritture contabili della società incorporante	p. 70
3.8.4. Prospetto patrimoniale conclusivo	p. 71
4. Casi aziendali	p. 72
4.1. La fusione per incorporazione della Interporti Lombardi S.p.A. in Ferrovie Nord Milano S.p.A.....	p. 72
4.1.1. Motivazioni sottostanti all'operazione	p. 72
4.1.2. Informativa prodotta per azionisti e creditori sociali	p. 73
4.1.3. Rapporto di cambio, effetti giuridici e contabili	p. 74
4.1.4. Effetti fiscali	p. 74
4.2. La fusione inversa della Marco Polo Holding S.r.l. in SAVE S.p.A	p. 75
4.2.1. Motivazioni sottostanti alla fusione e attività preliminari.....	p. 75
4.2.2. Dati societari e determinazione del valore economico	p. 76
4.2.3. Rapporto di concambio.....	p. 78
4.2.4. Effetti giuridici, contabili e fiscali	p. 78
4.2.5. Patti parasociali e diritto di recesso.....	p. 79
Conclusioni.....	p. 80
Bibliografia	p. 81

*Ai miei genitori,
da sempre mentori di saggi consigli.*

*A Elena,
incessantemente accanto a me in ogni momento.*

*Alle amicizie universitarie,
in particolar modo a Silvia, Federico e Andrea.*

Alle amicizie di sempre.

Introduzione

Le operazioni di fusioni fra imprese – più genericamente quelle di M&A – dal 2013 hanno subito una forte accelerazione¹, in particolar modo per accrescere la competitività sul fronte internazionale, permettendo anche alle piccole medie imprese – storicamente perni dell’industria italiana – di rivaleggiare efficacemente con le grandi multinazionali. Capire cosa sono queste operazioni, come vengono condotte e a che effetti – diretti e indiretti – danno luogo, facilitano la comprensione delle odierne strategie di *corporate* condotte dalle imprese. L’elaborato è strutturato in quattro capitoli:

1. **Le operazioni di fusioni e la relativa regolamentazione:** come si evince dal titolo, il capitolo si occuperà di delineare l’operazione in sé stante e la normativa attualmente vigente, partendo dalle varie fasi in cui l’operazione straordinaria si delinea e descrivendone le principali tipologie, facendo altresì cenno alle operazioni *di leveraged buyout* applicate all’operazione straordinaria della fusione. Si procederà poi ad illustrare la normativa nazionale di riferimento (sia quella civilistica che quella fiscale, annettendo ad esse – necessariamente – i principi contabili nazionali emanati dall’Organismo Italiano di Contabilità) e quella internazionale (consistente nei principi contabili internazionali applicati nelle c.d. fusioni transfrontaliere). A chiusura sono spesi alcuni paragrafi per illustrare la normativa antitrust in tema di fusioni societarie, sia in ambito nazionale che internazionale;
2. **La determinazione del valore economico del capitale ai fini della fusione:** dopo aver chiarito l’operazione in sé stante e la normativa correlata, non si può prescindere dell’esposizione delle varie modalità con le quali si operano la valutazione dei complessi aziendali oggetto di fusione. Per introdurre il capitolo sono state dedicate alcune righe per illustrare i principali motivi che portano alla realizzazione delle operazioni di fusione fra imprese, per poi passare alla delineazione delle varie modalità dicate al computo del valore economico del capitale, partendo dal metodo reddituale indiretto sino a

¹ MANCINI, [Il design cerca la via della crescita.](#)

giungere ai metodi più recenti, quali il metodo dei multipli di mercato e quello delle transazioni comparabili;

3. **Gli effetti contabili derivanti dalla fusione:** il terzo capitolo è rivolto all'illustrazione degli effetti contabili, punto cardine della globale operazione. Si specificherà cos'è il c.d. rapporto di concambio – elemento fondamentale per il raggiungimento di una corretta fusione –, passando per l'esposizione delle varie problematiche che possono sorgere durante il processo, proseguendo con i bilanci di chiusura (*ex-ante*) ed apertura (*ex-post*), con la contabilizzazione secondo i principi contabili internazionali e – a chiusura – è posta una esemplificazione contabile;

4. **Casi aziendali:** una volta completata l'analisi sul piano teorico dell'operazione, un'analisi di reali fusioni risulta essere del tutto doverosa, al fine ultimo di facilitare la piena comprensione dell'operazione. Sono stati inseriti due casi, il primo riguardante una fusione per incorporazione, il secondo una particolare tipologia di fusione, la c.d. fusione inversa.

Capitolo 1 – Fusioni

La fusione – facente parte del conglomerato delle operazioni straordinarie² – può essere inquadrata come l'integrazione fra due aziende le quali, *ex-ante*, non appartenevano allo stesso soggetto giuridico; al termine dell'operazione in oggetto, sarà presente un unico sistema aziendale con – di conseguenza – la presenza di una esclusiva entità. Dal punto di vista contabile, si attua l'integrazione dei patrimoni delle società partecipanti³. L'operazione di fusione trova realmente applicazione nelle *c.d.* strategie di *corporate*⁴ dell'impresa, mirando a creare un unico complesso, con alla base l'ipotesi di *going concern*⁵: questa specifica strategia potrà essere attuata solo ed esclusivamente in osservanza ad un complesso di normative preposte dal legislatore, in ambito sia nazionale⁶ nonché internazionale⁷.

1.1 – Fusioni: le fasi della fusione

L'obiettivo finale della operazione di fusione⁸ viene raggiunto mediante diversi *step*, che rappresentano i punti cardine dell'intera procedura.

1.1.1 – L'avvio delle trattative

Si tratta della fase in cui gli organi amministrativi delle società conducono – con estrema riservatezza⁹ – le trattative, riguardo la fattibilità o meno dell'operazione di fusione. Questa fase può avere, a seconda delle circostanze, una durata – sotto il punto di vista meramente temporale – notevole; a tal proposito è sufficiente far riferimento a tutte le problematiche che potrebbero sorgere durante lo svolgersi

² Operazioni non di *routine* della impresa: la definizione "straordinaria" a mio personale avviso appare ad oggi stringente, in quanto sono attuate sempre più spesso dalle imprese, soprattutto a causa dell'*environment* esterno turbolento in cui opera l'impresa oggigiorno.

³ A seconda delle casistiche, potrebbero insorgere delle problematiche contabili. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 3.

⁴ Definisce in che settore debba operare l'impresa. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 2.1.

⁵ Si fa riferimento all'ipotesi continuità aziendale: per maggiori approfondimenti, fare riferimento al capitolo 1.3.1.

⁶ Codice Civile e Principi Contabili nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità: per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1 – 1.3.3.

⁷ Principi Contabili internazionali IAS: per maggiori approfondimenti, fare riferimento al capitolo 1.3.4.

⁸ Creazione di un unico soggetto giuridico, nonché unico "sistema azienda".

⁹ Esempio pragmatico di una eventuale non riservatezza dell'operazione è la fluttuazione del valore azionario, nel caso di società quotate in mercati regolamentati.

dell'operazione, ad esempio la non economicità dell'operazione legata a rischi non valutati preventivamente correttamente¹⁰.

1.1.1.1 – La figura del merge advisor e la Due diligence review

Durante la fase di avvio delle trattative, è del tutto possibile la partecipazione della figura del *merge advisor*: si tratta di un soggetto che – dato il suo bagaglio di esperienze e conoscenze – permette di garantire la bontà dell'operazione di fusione, avallando la stessa. Il processo seguito e svolto dal *merge advisor* è noto come *Due diligence review*: consta in una serie di analisi – effettuate sulle imprese che partecipano all'operazione di fusione – mirate a prospettare l'effettiva convenienza dell'operazione, nonché i rischi e le potenzialità correlate. Viene altresì considerato come una sorta di esame investigativo¹¹, dove un *pool* d'esperti (contabili, fiscalisti, giuristi, uomini di marketing, tecnici informatici ed analisti finanziari) valuta ogni più piccolo aspetto della operazione, al fine ultimo di garantirne l'efficienza¹². Appare quindi palese l'impatto del loro giudizio sulla intera procedura; è sufficiente ipotizzare uno scenario in cui società Alpha S.p.A., prossima ad effettuare una fusione con la Beta S.p.A., chieda l'intervento di un *merge advisor* per assodare la bontà dell'operazione. A seguito di una attenta analisi, il *team* rileva nella Beta S.p.A. una serie di passività potenziali, non segnalate in Co.Ge.¹³ né in Nota integrativa. La Alpha S.p.A. – nel momento in cui verrà informata della situazione – cambierà, con tutta probabilità, la strategia d'approccio con la controparte dell'operazione. La *Due diligence review* viene altresì promossa con l'intento di individuare – con maggior precisione – quelli che sono i vantaggi competitivi e l'eventuale *know-how*¹⁴ posseduti dalla controparte, i quali verranno inglobati al termine della operazione di fusione.

¹⁰ Per tale ragione, un team di esperti viene affiancato al Consiglio d'Amministrazione delle società partecipanti (c.d. *merge advisor*). Per ulteriori approfondimenti, v. Cap. 1.1.1.1.

¹¹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 76.

¹² Minimizzazione dei costi annessi all'operazione, massimizzando il rapporto fra benefici e costi

¹³ Contabilità Generale.

¹⁴ Per definizione il *know-how* non è trasferibile, se non inglobando interamente l'azienda e attuando un processo di apprendimento. A tal proposito è possibile far riferimento al modello SECI di trasmissione della conoscenza (Socializzazione → Esternalizzazione → Combinazione → Internalizzazione) (FONTANA-CAROLI, *Economia e gestione delle imprese*. Milano: McGraw-Hill, 2013).

1.1.2 – Il progetto di fusione ed il deposito degli atti

Il progetto di fusione si configura come la linea di demarcazione fra fase uffiosa e fase ufficiale d'inizio del procedimento di fusione, costituendo di fatto il documento fondamentale dal quale si evincono modalità e contenuti dell'operazione. La sua stesura spetta agli amministratori delle società partecipanti alla fusione¹⁵. La normativa vigente prevede uno schema rigido, con indicazione degli elementi che necessariamente debbano scaturire dal progetto di fusione¹⁶. A tal proposito, il contenuto del documento risulta essere identico per tutte le società partecipanti all'operazione in oggetto; essenziale risulta inoltre essere l'impossibilità – a elaborazione conclusa e nel momento dell'approvazione – di modifica del progetto stesso, fatte salve le variazioni che non incidano sui diritti dei soci o dei terzi¹⁷. In caso di necessità di alterazione di questi ultimi, l'unica via percorribile è il rinnovo dell'intero procedimento. Obbligatoria – altresì – l'iscrizione del progetto di fusione nel Registro delle Imprese nel luogo in cui hanno sede le società fuse perlomeno 30 giorni innanzi alla data fissata per l'assemblea¹⁸, salvo che i soci rinuncino con consenso unanime. Alternativamente, la pubblicità può avvenire all'interno del sito Internet della società¹⁹.

Nelle fusioni “a specchio” i tre elementi sopra descritti non risultano esser presenti²⁰.

Infine, un insieme di atti devono rimaner depositati in copia – nei trenta giorni che precedono la fusione – nelle sedi delle società partecipi all'operazione di fusione, i quali risultano essere:

- Relazione dell'organo amministrativo²¹;

¹⁵ Art. 2501-ter c.c.

¹⁶ Per maggiori approfondimenti in merito al contenuto, v. Cap. 1.3.1.1.

¹⁷ La formulazione dettata (art. 2502 c.c. secondo comma) semina dubbi ed incertezze interpretative, non fornendo alcunché circa i limiti e le tipologie di variazioni apportabili (POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino: Grappichelli. 2013).

¹⁸ Art. 2501-ter c.c. Il termine è ridotto a 15 giorni in caso di mancata partecipazione alla fusione di società con capitale rappresentato da azioni.

¹⁹ Con tale modalità sarà necessario garantire l'autenticità dei documenti, certezza della data di pubblicazione e la sicurezza del sito web.

²⁰ Particolare fusione per incorporazione, nella quale la società incorporante possiede l'intero capitale della incorporanda.

²¹ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.3.

- Relazione degli esperti²²;
- Ultimi tre bilanci delle società partecipanti²³;
- Situazioni patrimoniali delle società partecipanti²⁴;
- Il progetto di fusione stesso.

1.1.3 – La delibera di fusione

In questo *step* ciascuna società partecipante all’operazione attua l’approvazione del progetto di fusione, decidendo – allor dunque – in ordine alla fusione medesima²⁵, tenendo altresì conto del giudizio espresso dagli (eventuali) *merge advisor*. L’approvazione della delibera avviene con la maggioranza dei soci, calcolata secondo la parte attribuita a ciascun loro negli utili, per le società di persone; nelle società di capitali la delibera viene promossa con le normali maggioranze previste per l’assemblea straordinaria. Appare dunque evidente che in alcun caso è necessario il consenso di tutti i soci; a tal riguardo, i soci avversi all’approvazione posso avvalersi del diritto di recesso, riconosciuto *ex-lege*²⁶. La normativa vigente prevede inoltre una forma di tutela per i creditori sociali²⁷.

1.1.4 – L’atto di fusione

L’atto di fusione caratterizza il coronamento dell’intero processo di fusione, la cui stipula non può avvenire prima del decorso di sessanta giorni dalla iscrizione nel Registro delle Imprese della delibera di fusione²⁸. Tuttavia, il Legislatore ha previsto la possibilità di attuare anticipatamente la fusione in presenza di specifici presupposti. Il deposito dell’atto deve avvenire entro trenta giorni nel Registro delle Imprese dove ha sede la nuova società o la incorporante – a seconda della tipologia di fusione attuata; la conformazione deve necessariamente ricalcare la forma notarile dell’atto pubblico²⁹, anche se la *Newco* risultante o la società incorporante risulti essere una società di

²² Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.4.

²³ I quali possono essere visionati dai soci in qualsivoglia istante e di ottenerne gratuitamente copia: inoltre, l’attuale disciplina permette loro di rinunciare al termine con consenso unanime ai sensi dell’art. 2501-sexies c.c.

²⁴ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.2.

²⁵ Art. 2502 c.c. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.

²⁶ Ai sensi dell’art. 2437 c.c.

²⁷ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.6.

²⁸ Al fine ultimo di garantire la tutela dei creditori sociali, per maggiori approfondimenti v. Cap. 1.3.1.6.

²⁹ Ai sensi dell’art. 2504 c.c.

persone. La possibilità di pronunzia dell'invalidità dell'atto di fusione viene meno a seguito dell'iscrizione dell'atto di fusione all'interno del Registro delle Imprese: appare quindi palese che l'intervallo temporale riconosciuto *ex-lege* ai soci per l'impugnazione dinanzi l'autorità giudiziaria si consti esclusivamente del periodo fra delibera di fusione e ultima iscrizione dell'atto di fusione. Resta comunque salvo il diritto al risarcimento dei danni eventualmente spettante ai soci o terzi danneggiati dall'operazione di fusione³⁰, i quali potranno agire nei confronti degli amministratori della società partecipanti alla fusione e\o della società risultante dall'operazione medesima³¹.

1.2 – Fusione: le tipologie

Il *corpus legale* vigente statuisce la presenza di due tipologie di fusione, al fine di poterle adattare alle varie situazioni. Sono altresì previste numerose sotto-tipologie³², al fine ultimo di facilitare il *fixing* a seconda della situazione presentandosi. La Normativa annessa è stata profondamente rivisitata col decreto legislativo 22/91.

1.2.1 – La fusione per unione (in senso stretto)

La fusione in senso stretto prevede la creazione di una *Newco*³³, la quale si configurerà, *ex-post*, come unico nuovo soggetto giuridico, prendendo il posto di tutte le società partecipanti all'operazione; viene altresì definita fusione propriamente detta. Questa tipologia – tuttavia – non risulta essere la più impiegata nella pratica: la creazione di una *Newco* implica tutta una serie di costi, quali – a titolo esemplificativo – gli oneri notarili per la costituzione della nuova società in oggetto. Per i motivi appena descritti, viene preferita la modalità di fusione per incorporazione³⁴.

1.2.2 – Fusione per incorporazione

La fusione per incorporazione prevede l'assorbimento, in una società giuridicamente già esistente, delle società partecipanti all'operazione di fusione. A

³⁰ Come stabilito in art. 2504-*quater*, 2° comma, c.c.

³¹ Ciò in quanto avviene la prosecuzione dei contratti in capo alla società risultante, inclusi quelli processuali. Per maggiori approfondimenti sui danni cagionabili della fusione, v. Cap. 1.3.1.7.

³² Si fa riferimento, a titolo esemplificativo, al *merger leveraged buyout* o alla fusione inversa.

³³ Abbreviazione di *New Company*, viene assegnato ad una nuova azienda che sorgerà da una ristrutturazione o da un progetto di creazione di una nuova azienda.

³⁴ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.2.2.

discapito della fusione in senso stretto, la fusione per incorporazione risulta essere quella più utilizzata effettivamente nella pratica, per motivi prettamente opposti a quelli enunciati nel paragrafo precedente; difatti, non saranno sostenuti gli oneri di costituzione della *newco*. Altro evidente vantaggio, derivante dall'utilizzo della modalità per assorbimento, è rappresentato dalla opportunità di proseguire lo sviluppo – ovvero l'uso – del brand³⁵. A seguito dell'operazione di assorbimento, le società incorporate scompaiono come soggetti giuridici autonomi, proseguendo la loro esistenza nella società incorporante; a tal proposito, è opportuno ricordare la prosecuzione dei contratti delle società assorbite, la quale avviene in capo alla società incorporante, che ne assume tutti i diritti e gli obblighi, ivi inclusi i rapporti processuali³⁶. In questa tipologia di fusione sono assai frequenti i casi in cui, nelle società coinvolte nell'operazione in oggetto, esista già un legame, il quale si consta solitamente in un rapporto partecipativo³⁷.

1.2.2.1 – Il merger leveraged buyout

Il *leveraged buyout* (già *LBO*) può esser delineata come una tecnica finanziaria d'acquisizione del controllo di una società *target*, la quale prevede che una parte – assai notevole – dei fondi necessari per il pagamento del prezzo d'acquisto venga fornita da finanziatori istituzionali, tipicamente fondi di *private equity* o di *venture capital*³⁸. In sostanza, tale operazione sfrutta il potenziale della leva finanziaria³⁹. Nello specifico, la tipologia di *LBO* connessa con l'operazione di fusione è costituita dal *merger leveraged buyout*, la quale prevede che i promotori dell'iniziativa costituiscano una *newco*, la quale assume il ruolo di società “veicolo”, la quale al termine dell'operazione verrà assorbita dalla *oldco*⁴⁰; tale tipologia di *LBO* risulta inoltre essere

³⁵ Consiste in una serie di contenuti e forme, le quali richiamano – nella mente del consumatore – delle componenti intangibili, formandone la percezione.

³⁶ Ciò avviene – palesemente – anche per le fusioni in senso stretto. La prosecuzione nei rapporti processuali è stata altresì confermata della Cassazione con la sentenza n. 6058 del 18/04/2012, in linea con la nuova formulazione dell'art. 2504-bis c.c. prevista dalla riforma del diritto societario.

³⁷ A tal proposito, subentreranno delle problematiche dal punto di vista contabile, in *primis* l'annullamento della partecipazione. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 3.

³⁸ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 173 e ss.

³⁹ Lo sfruttamento totale del potenziale potrebbe non essere possibile per le banche, a causa dell'introduzione del *leverage ratio* stabilito dal nuovo *corpus normativo* di Basilea III (emanato 2013, in vigore sino al 2019), limitando l'indebitamento massimo attuabile dalle banche.

⁴⁰ Società dei promotori dell'iniziativa di *merger leveraged buyout*.

la più adoperata nella realtà. Dati empirici hanno altresì evidenziato l'aumento dell'efficienza aziendale a seguito dell'operazione di *merger leveraged buyout*⁴¹, oltre alla riduzione dei costi d'agenzia⁴²: è opportuno – tuttavia – sottolineare che la stessa presenta delle problematiche di rilievo. In *primis* la destinazione che ne verrà fatta dei *cash flow*⁴³ straordinari prodotti dall'operazione, la cui maggioranza sarà – con tutta probabilità – destinata al rimborso dei debiti contratti; da evidenziare altresì la (eventuale) presenza di clausole limitative alla collocazione dei *cash flow* in questione, a causa di accordi prestabiliti coi finanziatori istituzionali, che potrebbero obbligare la *newco* a “rientrare”⁴⁴ fin quando la maggioranza dei debiti non sarà stata rimborsata. In sintesi, l'operazione integra una serie di rischi intrinseci⁴⁵, fra i quali spiccano:

- Possibile diminuzione della redditività aziendale per cause esogene, con decremento dei ricavi programmati;
- Errori nelle stime e nelle proiezioni dei flussi attesi, nonché nella determinazione del livello di sfruttamento della leva finanziaria, con successiva rilevazione della sua incompatibilità con le potenzialità aziendali;
- Esito negativo delle alienazioni preordinate per realizzare liquidità⁴⁶;
- Sovrastima – da parte dei promotori – delle proprie capacità di operare scelte vincenti e alla creazione di vantaggio competitivo, nonché di porre in atto azioni di riorganizzazione e di risanamento idonee.

È altresì consigliabile che la società target operi in settori anticiclici⁴⁷. Trattandosi di una operazione straordinaria, sarà allor dunque necessaria una serie di adempimenti annessi; in particolare, sarà necessario giustificare l'esecuzione dell'operazione

⁴¹ L'operazione costringe i manager aziendali ad operare con una quantità minore di liquidità e – conseguentemente – ad ottimizzare l'allocazione delle risorse.

⁴² Maggiori oneri gravanti sulla società nel momento in cui non vi è coincidenza fra proprietà e *management*.

⁴³ Flussi di cassa prodotti dall'impresa.

⁴⁴ Nel gergo tecnico si indica con il termine “rientrare” il rimborso della quota capitale del finanziamento ottenuto.

⁴⁵ Evidenziato da POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 186

⁴⁶ In caso di prossimo dissesto aziendale, l'azienda potrebbe incorrere nel c.d. *fire sale*, ovvero la vendita di asset illiquidi ad un prezzo inferiore al loro valore contabile.

⁴⁷ Settori che non sono condizionati dall'andamento del ciclo economico.

all'interno del progetto di fusione, nonché la presentazione di una relazione da parte di un *audit* indipendente⁴⁸ della società *target* o della società acquirente⁴⁹. Sul piano meramente giuridico, nei primi anni duemila erano sorti dubbi circa la legittimità dell'operazione straordinaria in oggetto, venuti meno a seguito della riforma del diritto societario⁵⁰.

1.2.2.2 – *La fusione inversa*

La fusione inversa si assoda in una particolare tipologia di fusione per incorporazione, dove – per l'appunto – si procede “all'inverso”, ovvero la partecipata incorpora la partecipante⁵¹ ⁵². Le ragioni alla base della scelta di questa particolare tipologia di fusione possono essere molteplici; tuttavia, nella preponderanza dei casi, è motivata dalla volontà della partecipante di trasferire un complesso d'entità – quali le concessioni, i diritti, le prerogative, nonché le autorizzazioni ed i rapporti – della partecipata, che risulterebbe antieconomico⁵³ trasferire seguendo il regolare *iter*. Per tali motivazioni, la fusione inversa risulta essere oggetto di elevata applicazione nella realtà aziendale. In determinate circostanze, la partecipante potrebbe altresì consistere in una holding non operativa⁵⁴. Essendo una particolare tipologia di fusione per incorporazione, ne deriveranno le relative problematiche sotto il punto di vista meramente contabile⁵⁵. Altresì la fusione inversa risulta essere funzionale a quella che è l'operazione di *leveraged buyout*⁵⁶. A livello internazionale, è prevista la c.d. *reverse*

⁴⁸ Soggetto incaricato della revisione legale dei conti.

⁴⁹ A tal proposito, la normativa non specifica il contenuto di tale relazione. Oltre l'adeguatezza delle informazioni fornite, sembra che debba essere verificata altresì la correttezza sul piano tecnico della raccolta e dell'elaborazione dei dati utilizzati ed esposti. Vi è un acceso dibattito in merito (POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 190).

⁵⁰ Per ulteriori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.8.

⁵¹ Come enunciato da POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 159 e ss.

⁵² Rammentare sempre che – come altresì già evidenziato precedentemente – nella maggior parte delle fusioni per incorporazione esiste *ex-ante* un legame mediante rapporto partecipativo fra le società coinvolte.

⁵³ In quanto sono correlate all'operazione una miriade di formalità ed adempimenti, che potrebbero portare a consistenti perdite dei benefici attesi.

⁵⁴ Società che attesta nel suo Stato patrimoniale le partecipazioni di diverse società controllate. Ne deriva quindi che il controllo rappresenti – di fatto – il *core business* della holding non operativa.

⁵⁵ Al termine dell'operazione, la società risultante si ritroverà in bilancio azioni proprie che dovranno necessariamente essere annullate. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 3.

⁵⁶ Come evidenziato da PEROTTA in *La fusione inversa*, p. 18.

*acquisition*⁵⁷; sebbene possa come essere considerata come un’evoluzione della fusione inversa, si tratta di un’operazione sostanzialmente differente⁵⁸.

1.3 – Fusione: la normativa di riferimento

La fusione è regolata da un sostanzioso *corpus* normativo, operante sia a livello nazionale nonché internazionale.

1.3.1 – Contesto nazionale: il codice civile

L’operazione di fusione viene disciplinata a livello nazionale dal Codice civile⁵⁹, a partire dall’articolo 2501 sino all’articolo 2505-*quater*. Il primo articolo in questione evidenzia le differenti tipologie di fusioni attuabili (per unione o per incorporazione); altresì, sottolinea che l’operazione risulta essere priva di fattibilità per le società sottoposte a procedure concorsuali, nonché a quelle in liquidazione che abbiano già dato inizio alla distribuzione dell’attivo patrimoniale residuo⁶⁰.

1.3.1.1 – Contenuto analitico del progetto di fusione

La normativa vigente prevede certuni elementi che – obbligatoriamente – debbano scaturire dal progetto di fusione⁶¹:

- Tipologia, denominazione, ragione sociale nonché la sede delle società partecipanti all’operazione di fusione;
- Atto costitutivo della *newco* risultante *ex-post* o di quella incorporante, con annesse le eventuali modificazioni a seguito dell’operazione;
- Rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l’eventuale conguaglio in denaro⁶²;

⁵⁷ *International Financial Reporting Standard 3*, adottato con Reg. n.2236/2004.

⁵⁸ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 3.6.2.

⁵⁹ Unitamente ai Principi contabili nazionali emanati dall’Organismo Italiano di Contabilità: per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.3.

⁶⁰ Ciò sta a significare che un’azienda in liquidazione, la quale non ha ancora dato avvio al processo di ripartizione dell’attivo residuo, può in ogni caso attuare l’operazione straordinaria oggetto d’analisi.

⁶¹ Ai sensi dell’art. 2501-*bis* c.c.

⁶² Il quale non può comunque eccedere il dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate (art. 2501-*bis* c.c., terzo comma).

- Modalità d’assegnazione delle azioni o quote della *newco* risultante o di quella incorporante, nonché la data dalla quale le stesse partecipano agli utili;
- Data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione risultino essere imputate al bilancio della *newco* o della incorporante;
- Eventuale trattamento riservato a particolare categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- Eventuali vantaggi a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione in oggetto.

La Normativa stabilisce inoltre che – in caso di presenza nell’operazione di società per azioni, società in accomandita per azioni, nonché società a responsabilità limitata⁶³ – è necessario che il progetto di fusione venga propagato sulla Gazzetta Ufficiale, perlomeno un mese prima della data fissata per la deliberazione⁶⁴, includendo (ineluttabilmente) i punti sopradescritti, ovvero riferimento dell’avvenuta nomina nel Registro delle Imprese.

1.3.1.2 – La situazione patrimoniale

La situazione patrimoniale risulta essere un documento obbligatorio⁶⁵, la cui redazione spetta agli amministratori delle società partecipanti all’operazione di fusione. Lo scopo di tale documento risulta evidente; fornire la condizione – sotto il punto di vista patrimoniale – della società implicata nel processo di fusione, al fine del soddisfacimento del bisogno informativo di soci, creditori e terzi⁶⁶. Fondamentale anche la “realisticità” del documento; difatti, è necessario che la situazione sia riferita ad una data non anteriore a quattro mesi dal giorno in cui il progetto di fusione viene depositato presso la sede della società, nonché sostituita dal Bilancio d’esercizio nella particolare casistica in cui esso sia stato chiuso non oltre sei mesi dal deposito del

⁶³ Regolate ai capi V, VI, VII del Titolo V, Libro V del Codice Civile.

⁶⁴ Ai sensi dell’art. 2501-bis c.c.

⁶⁵ Ai sensi dell’art. 2501-ter c.c.: resta salva l’omissione dell’intero documento mediante la rinunzia all’unanimità dei soci (e dei possessori di altri strumenti finanziari che includono il diritto di voto) di ogni società partecipante all’operazione di fusione.

⁶⁶ A conferma di ciò, il soddisfacimento del fabbisogno informativo di soci e terzi risulta essere un elemento fondamentale, a livello internazionale, nel *framework IASB*.

progetto di fusione presso la sede societaria⁶⁷. La redazione della situazione patrimoniale segue la disciplina prevista per il Bilancio d'esercizio⁶⁸. Appare dunque palese che in tale documento si evincono informazioni circa l'ammontare – nonché la composizione – del patrimonio, sull'entità di crediti e debiti, sulla liquidità e sugli investimenti⁶⁹ ⁷⁰, risultando un documento fondamentale per i creditori⁷¹. Seppur denominandosi “patrimoniale”, nulla vieta l'inclusione di un conto economico o di una nota integrativa. Tale affermazione risulta essere fonte di diversi dibattiti; determinati esponenti concordano sulla non necessaria presenza di un conto economico nella situazione patrimoniale, asserendo la possibilità di erogare le medesime informazioni nella relazione degli amministratori⁷². Netta risulta essere la differenza fra progetto di fusione e situazione patrimoniale dal punto di vista pubblicistico; mentre nel primo risulta obbligatoria la iscrizione nel Registro delle Imprese, per la seconda – durante la fase pre-deliberativa – non è previsto tale adempimento⁷³: indi, la capacità informativa del documento in analisi – perlomeno inizialmente – risulta essere circoscritta ai soci delle società partecipanti all'operazione di fusione⁷⁴.

1.3.1.3 – La relazione degli amministratori

La relazione degli amministratori⁷⁵ consiste senz'altro nel documento aggiuntivo più significativo, in riferimento al piano economico aziendale. Difatti, trovano collocazione, al suo interno, le motivazioni sottostanti all'intero processo di fusione, con giustificazioni erogate sotto il punto di vista economico, nonché giuridico⁷⁶. Deve

⁶⁷ Ciò evidentemente implica che la situazione patrimoniale non debba descrivere in *real time asset* e *liabilities* della azienda: è sufficiente che il contenuto sia “tempestivo” ed “aggiornato”. Altresì per le società quotate è prevista l'omissione della situazione patrimoniale anche quando non siano trascorsi più di sei mesi fra data di deposito o di pubblicazione del progetto di fusione e il giorno di riferimento della relazione finanziaria semestrale.

⁶⁸ Ai sensi dell'art. 2501-*quater* c.c.

⁶⁹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 110.

⁷⁰ Tale documento non fornisce alcuna informazione circa il valore economico del capitale aziendale, il quale viene incluso nella relazione dell'organo amministrativo. Per ulteriori approfondimenti, v. Cap. 1.3.1.3.

⁷¹ I quali potranno constatare la consistenza del patrimonio *ex-post* sul quale, in caso di dissesto aziendale, potranno soddisfarsi.

⁷² Secondo quanto affermato da PORTALE in *I bilanci straordinari delle società per azioni*, p. 831.

⁷³ Quanto enunciato rimane altresì valido per le relazioni degli esperti, amministratori, ecc...

⁷⁴ Come sottolineato da AIELLO in *Le operazioni societarie straordinarie*, p. 424

⁷⁵ Disciplinata dall'art. 2501-*quinquies* c.c.

⁷⁶ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 2.1.

altresì giustificare il calcolo del rapporto di cambio, enunciando i criteri per la determinazione del medesimo. Diversi esponenti concordano sulla questione della possibile differenziazione, fra le società coinvolte nel procedimento, del contenuto della relazione, in quanto la legge nulla precisa al riguardo; ne consegue che ogni società può adottare discrezionalmente un metodo per il calcolo del rapporto di cambio a discapito di un altro, facendo emergere altresì problematiche differenti da società a società⁷⁷. Altra considerevole funzione della relazione dell'organo amministrativo è quella di rappresentare l'espeditivo informativo principale per i soci⁷⁸, in particolar modo per quelli di minoranza⁷⁹. Appare quindi palese la natura prettamente informativa del documento in questione; motivo per il quale il legislatore ha stabilito la facoltà di omissione del medesimo nella precisa ipotesi in cui l'incorporante possiede l'intero capitale della incorporanda⁸⁰ o in caso di rinuncia all'unanimità dei soci (inclusi i possessori di altri strumenti finanziari con incorporato il diritto di voto). Per garantire l'informazione ai soci, la normativa vigente prevede altresì l'obbligo di segnalazione ai soci stessi – in assemblea – e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti al procedimento di fusione, le modifiche rilevanti agli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute temporalmente fra data di deposito del progetto di fusione presso la sede della società (alternativamente pubblicato sul sito Internet della stessa) e la data della decisione sulla fusione⁸¹.

1.3.1.4. – La relazione degli esperti

La relazione degli esperti assolve alla funzione di garantire l'attendibilità dei dati e delle informazioni fornite⁸²; ciò è possibile grazie alla chiamata di un *auditor esterno*

⁷⁷ In primis, POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 111. La tesi viene avvalorata altresì da PAOLINI-CESARONI, *Bilanci straordinari*, p. 190; nonché da SARCONE, in *Fusioni*, p. 65; da SAVIOLI, *Fusione*, p. 156; sul ramo giurisprudenziale si rinvia all'analisi effettuata da SANTAGATA in *Le fusioni*, p. 293.

⁷⁸ Più generalmente per gli *stakeholders*. Motivo per il quale la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (già CONSOB) impone obbligatoriamente la redazione della relazione dell'organo amministrativo per le società quotate, al fine del soddisfacimento del fabbisogno informativo degli *stakeholders* stessi.

⁷⁹ Generalmente si tratta dei c.d. azionisti cassettilisti, interessati esclusivamente al rendimento economico (già dividendo) delle azioni e non alla vita sociale.

⁸⁰ Nel caso di fusione per incorporazione (art. 2505 c.c.).

⁸¹ Salvaguardia introdotta col d.lgs. n. 123/2012.

⁸² Ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c.

ed indipendente⁸³, il quale valuterà la congruità del rapporto di cambio, analizzando quindi il metodo adoperato dagli amministratori per il calcolo del rapporto di cui sopra⁸⁴. Gli esperti chiamati potranno eseguire qualsiasi tipologia di verifica, nonché ottenere qualsiasi dato ed informazione utili per il raggiungimento dell'efficacia. In tal contesto, risulta essere consuetudinario il ricorso – da parte degli amministratori – a molteplici metodi di calcolo del rapporto in questione, eseguendo a conclusione una media dei risultati ottenuti⁸⁵. Al pari della relazione degli amministratori, nella particolare casistica di fusione per incorporazione nella quale la incorporante risulti essere detentrice totalitaria dell'intero *equity* della incorporanda⁸⁶, la Normativa rende attuabile la possibilità d'omissione dell'intera relazione; operazione attuabile anche a seguito della decisione all'unanimità dei soci (ivi inclusi i possessori di altri strumenti finanziari con diritto di voto intrinseco) in merito all'omissione, ed altresì nel caso in cui la incorporante possegga perlomeno il novanta percento del capitale della incorporanda, a patto di concedere ai soci terzi di quest'ultima società il diritto di far acquistare le loro azioni (o quote) per un corrispettivo determinato mediante i medesimi criteri previsti per il recesso del socio⁸⁷.

1.3.1.5 – Altri documenti

Oltre ai documenti citati nei paragrafi precedenti – i quali costituiscono il *corpus* documentalistico minimo per attuare una operazione di fusione –, le aziende possono produrre ulteriori documenti, al fine del miglioramento della chiarezza informativa⁸⁸. I

⁸³ Scelti da ciascuna società partecipante alla fusione fra gli iscritti all'albo dei revisori contabili o fra le società di revisione. Per le società quotate, la scelta deve necessariamente ricadere nell'ultima tipologia elencata. Eccezion fatta nell'ipotesi in cui la *newco* risultante (o la incorporante) si consti in una società con capitale rappresentato da azioni (escluse le cooperative), in cui la scelta sarà delegata al tribunale. Altresì il revisore legale deve trovarsi in una posizione d'indipendenza duplice, sia formale che sostanziale, declinando l'incarico nel momento in cui sorga un conflitto d'interesse. In tale contesto, entra in gioco la c.d. *Due diligence review* del revisore contabile.

⁸⁴ In gran parte delle situazioni, gli amministratori si limitano ad indicare i criteri adoperati per la determinazione del rapporto di cambio, senza entrare nel merito del procedimento seguito.

⁸⁵ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 113

⁸⁶ Conosciuta sotto il nome di fusione totalitaria.

⁸⁷ Ai sensi dell'art. 2505-bis c.c.

⁸⁸ La onerosità legata alla produzione dei documenti supplementari potrebbe essere compensata da una riduzione dei costi d'agenzia, oltre che a riduzioni temporali dell'*iter* complessivo. A personale avviso un'analisi costi-benefici risulta essere preliminare alla produzione dei documenti in questione, ciò nonostante l'analisi di cui sopra – dei benefici attesi in particolar modo – possa esser difficoltosa.

documenti aggiuntivi prodotti dalle società variano a seconda della situazione che si presenta, generalmente in linea con la volontà informativa richiesta degli *stakeholders*.

1.3.1.5.1 – *La relazione di stima del patrimonio nell’ambito delle fusioni eterogenee*

Nel particolare caso di fusione eterogenee⁸⁹, il codice civile prevede l’obbligo di redazione di una stima del patrimonio⁹⁰, redatta dai medesimi esperti che esprimono la validità del rapporto di cambio. Il fine ultimo della redazione della stima in oggetto è giustificato dalla (implicita) trasformazione che avviene durante l’operazione e conseguentemente – in particolar modo – il venir meno di una garanzia fondamentale per i creditori sociali. Ciò giustifica la verifica dei valori patrimoniali⁹¹.

1.3.1.6 – *La tutela dei creditori sociali ed impugnazione della delibera di fusione*

L’operazione di fusione potrebbe attuare una lesione nei confronti dei creditori sociali: le motivazioni di tale circostanza vanno ricercate principalmente nella riduzione del patrimonio aziendale, il quale *ex-post* potrebbe risultare insufficiente per il soddisfacimento dei creditori in questione, i quali potrebbero trovarsi in una posizione di concorrenza con altri creditori sociali, subentrati a seguito della fusione. Perciò, la normativa prevede un intervallo di sessanta giorni, decorrenti dal momento dell’ultima iscrizione delle deliberazioni con le quali si sia deciso di procedere alla operazione di fusione⁹², ovvero indicate all’art. 2502-bis del Codice Civile, per attuare l’impugnazione dell’operazione. La normativa prevede l’impossibilità di deroga a tale tempistica, fatte salve le seguenti casistiche:

- Sussistenza del consenso dei creditori sociali delle società partecipanti alla fusione⁹³;
- Nel momento in cui sia avvenuto il pagamento dei creditori che si sono opposti alla riduzione del termine previsto dalla legge, ovvero a seguito

⁸⁹ Società di persone incorporata in società di capitali o che partecipi ad una fusione da cui risulta una società di capitali.

⁹⁰ Come stabilito in calce all’art. 2501-sexies c.c.

⁹¹ Risulta altresì doveroso rammentare l’obbligatorietà della relazione di stima del patrimonio ai fini dell’operazione di trasformazione societaria eterogenea (art. 2500-sexies c.c.).

⁹² Art. 2503 c.c.

⁹³ Anteriori all’iscrizione o alla pubblicazione sul sito Internet societario del progetto di fusione.

del deposito – presso un conto corrente bancario – delle somme a loro spettanti⁹⁴;

- Nel momento in cui la relazione degli esperti venga redatta, da tutte le società partecipanti all’operazione straordinaria, dalla stessa società di revisione, la quale affermi al contempo che la situazione patrimoniale – nonché finanziaria – delle società partecipi sia tale da non rendere necessarie le garanzie previste per i creditori sociali⁹⁵.

In assenza di tutte e tre le condizioni sopra descritte, il termine bimestrale rimane quindi improrogabile. L’impugnazione può altresì avvenire solo ed esclusivamente in sede giudiziale, ove il creditore sarà chiamato a dimostrare i danni a lui cagionati, provando quindi la prossima diminuzione dell’attivo patrimoniale a seguito della fusione; in caso di accoglimento, il tribunale provvederà a sospendere il procedimento di fusione sino al passaggio in giudicato della sentenza⁹⁶. Nella stessa ipotesi di accoglimento, il tribunale può alternativamente optare per l’attuazione della fusione, previa presentazione – da parte della società – di una idonea garanzia. Appare dunque palese che l’accoglimento da parte del giudice dell’impugnazione rappresenti un forte ostacolo per l’attuazione del procedimento; da un punto di vista meramente contabile, al termine della sentenza i valori contabili – stabiliti in calce alla situazione patrimoniale – non rappresenteranno evidentemente più l’effettiva situazione economica delle società partecipanti all’operazione. Al contrario, indi in caso di rigetto della richiesta del creditore, l’operazione di fusione avrà luogo e – di conseguenza – verrà meno la possibilità di richiesta di invalidità della fusione; a tal punto, l’unica via percorribile dal creditore sarà l’istanza di risarcimento del danno nei confronti della società in oggetto⁹⁷.

⁹⁴ A tal proposito è necessario che venga istituito un vincolo di indisponibilità delle somme, per evitare il ritiro, da parte della società, delle medesime.

⁹⁵ Quest’ultima possibilità è stata introdotta con l’attuazione della riforma del diritto societario del 2003.

⁹⁶ La Cassazione – con sentenza n. 2321 del 05/03/1991 – ha sottolineato che, anche nel caso di fusione per incorporazione in società avente sede nel circondario di diverso tribunale, competente a conoscere dell’opposizione dei creditori della società incorporata è il tribunale della sede della società debitrice.

⁹⁷ Per maggiori approfondimenti sui danni da fusione, v. Cap. 1.3.1.7.

1.3.1.6.1 – La tutela degli obbligazionisti

Gli obbligazionisti – in quanto creditori – potranno anch’essi proporre opposizione all’attuazione della fusione⁹⁸; sotto il punto di vista della natura giuridica, nonché il profilo e il fondamento, non differiscono da quanto esposto sopra per la più ampia categoria dei creditori sociali. Nondimeno, il *corpus* normativo prevede a loro favore delle forme di tutela aggiuntive. Tali tutele sembrano venir meno per gli obbligazionisti che acquistino i titoli dopo l’iscrizione del progetto nel registro delle imprese, in quanto non possono qualificarsi come creditori “anteriori” ai sensi dell’art. 2503 c.c. La normativa vigente prevede altresì che i possessori di obbligazioni convertibili in azioni possano esercitare immediatamente il diritto di conversione⁹⁹, al principio del procedimento di fusione, garantendo quindi loro una forte forma di protezione; al contempo i medesimi soggetti sono chiamati ad approvare le eventuali variazioni dei diritti loro spettanti. Per coloro che decidano di non avvalersi della conversione anticipata, è necessario che vengano loro garantiti diritti equivalenti a quelli spettanti ai medesimi soggetti *ex-ante* fusione¹⁰⁰.

1.3.1.7 – La responsabilità per danni da fusione

Non sono affatto rare le situazioni in cui un’operazione di fusione cagioni dei danni, a soci o a terzi; appare palese che l’unico soggetto su cui grava l’obbligo risarcitorio dei danni derivanti dall’invalidità dell’operazione di fusione risulti essere la società post-fusione¹⁰¹, oltre ai soggetti che hanno reso possibile la sua stessa esistenza. Una delle principali problematiche dell’ambito in analisi risulta essere l’individuazione di quel che è l’effettivo danno da fusione, nonché i criteri per la quantificazione dello stesso. Facendo riferimento alla determinazione del rapporto di cambio – conosciuto universalmente come il più noto danno da fusione –, una possibile analisi può avvenire come di seguito:

⁹⁸ Ad esclusione della precisa situazione in cui la fusione sia stata approvata a maggioranza dall’assemblea degli obbligazionisti (art. 2503-bis c.c.). In merito, AFFERNI in *La nuova disciplina delle fusioni e delle scissioni di società*, in Corr. Giur., 1991, p.407 sottolinea che non si debba ravvisare un’asimmetria nella circostanza che la legge consenta l’opposizione al singolo obbligazionario, ma bensì che riservi l’approvazione all’organo comune.

⁹⁹ Una volta esercitato il diritto, esso è irretrattabile, anche in caso del venir meno della fusione per qualsivoglia motivo.

¹⁰⁰ Ciò può esser attuato mediante una modifica del rapporto di concambio, in funzione del rapporto di cambio precedentemente fissato (*c.d.* doppio rapporto di cambio, come delineato da CAVANNA in *La fusione*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, p. 474).

¹⁰¹ Come sottolineato in BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, p. 189.

1. Delineazione dei confini della “incongruità”: nel caso in questione, stabilire se debba essere considerato danno anche una mancata massimizzazione (involontaria o meno) del rapporto di cambio (*c.d.* “danno da mancata massimizzazione del rapporto di cambio”)¹⁰²;
2. Accertamento dei danni relativi al *quantum* della fusione: ad esempio, accertamento delle fattispecie patologiche conseguenti alla determinazione del rapporto di cambio;
3. Appurare la eventuale possibilità di configurazione di altre ipotesi di fusioni pregiudizievoli: ricercando la presenza di altri elementi a sostentimento della risarcibilità dei danni.

Altresì, nella prassi può verificarsi la presenza di più rapporti di cambio, data la presenza di partecipazioni di più società all’operazione¹⁰³, nonché la presenza di particolare categorie speciali di azioni¹⁰⁴ o di strumenti finanziari. In merito, la dottrina ha appurato la non sufficienza delle azioni risarcitorie “tradizionali”, le quali non risultano idonee a garantire una sufficiente forma di tutela, né formale né tantomeno sostanziale; in particolare, tale ragionamento trova piena applicazione ai soci che non rappresentino il minimo legale previsto per l’impugnazione. In altri termini, le azioni risarcitorie “non tradizionali” ricoprono il ruolo di tutela aggiuntiva per i soci privi di diritto di voto in tal ambito, affiancata – ovviamente – dalla tutela civilistica prevista al quarto comma all’articolo 2377.

1.3.1.7.1 – La tesi della natura “sociale” del danno da concambio

In tempi piuttosto recenti è stata ripresa la tesi per la quale l’incongruità del rapporto di cambio può – in determinate circostanze – provocare un danno alla società¹⁰⁵. Il concetto sovraesposto, ovverosia quello di danno sociale, va inteso in senso ampio; cioè non limitandosi alla mera diminuzione del patrimonio societario *ex post*, bensì allargando lo spettro alla lesione dell’interesse comune dei soci. In tale

¹⁰² In tale situazione, il rapporto di cambio sarà in ogni caso legalmente corretto (congruo).

¹⁰³ BELTRAMI, p. 195, sottolinea che la determinazione di più rapporti di cambio mira a garantire la c.d. “parità esterna”, ovverosia le diverse percentuali di distribuzione delle azioni della società post-fusione fra i soci di una stessa società.

¹⁰⁴ A titolo esemplificativo, le obbligazioni convertibili in azioni, le quali andranno prese necessariamente in considerazione nella formulazione del rapporto di cambio.

¹⁰⁵ La tesi risulta essere sostenuta da VICARI in *Gli azionisti*, p. 2 ss.

interpretazione, il danno da concambio si riflette in una riduzione della produttività del capitale¹⁰⁶, conseguente di una determinazione imprecisa del numero di azioni da attribuire ai soci della società derivante dalla operazione. Al contempo, il concambio errato porta alla creazione di un conflitto tra un interesse extra-sociale, del soggetto che abbia fissato il rapporto di cambio, e l'interesse della società danneggiata¹⁰⁷, cagionandole un danno. In tal caso, sarà possibile procedere all'annullamento della delibera, in quanto risulteranno presenti tutte le condizioni necessarie per porla in essere¹⁰⁸.

1.3.1.7.2 – Il danno relativo cagionato dalla fusione inopportuna

Il danno da concambio incongruo non rappresenta l'unica situazione nella quale può configurarsi un danno risarcibile; lo stesso è avverabile anche in caso dei c.d. "danni attinenti all'*an*" della fusione, meglio conosciute come fusioni "inopportune"¹⁰⁹. Si fa riferimento a danni cagionati – a prescindere dalla congruità del rapporto di concambio – ai soci, ovvero ai terzi, in una operazione di fusione che:

- a) Lede il valore intrinseco delle azioni, conseguente alla riduzione del patrimonio della società;
- b) Non lo massimizza rispetto ad una alternativa più conveniente operazione del medesimo o altro tipo.

Proprio nell'ultimo caso di cui sopra, si prende coscienza dell'esistenza di possibili società alternative, le quali non vengono prese in considerazione nell'attuazione della fusione; si faccia riferimento alla possibile alternativa di fusione per incorporazione di Alpha S.p.A. – anziché con Beta S.p.A. – con Gamma S.p.A., dalla quale deriverebbe un maggior valore delle azioni, rispetto alla fusione con Beta S.p.A. In questa precisa casistica, risulta palese l'illecito degli amministratori, il quale – tuttavia – non si consta

¹⁰⁶ FERRARINI in *Valore* (p. 465 s. e 476 ss.) afferma che la massimizzazione del valore attuale del capitale azionario sia un metodo assai valido per raggiungere la maggior efficienza del capitale; in quale, in particolare, depura la valutazione dalla "visione" considerata, solitamente incentrata al breve o al lungo periodo.

¹⁰⁷ Si fa riferimento alla lesione dell'interesse comune di tutti i soci, venendo sfavoriti dal rapporto di cambio viziato.

¹⁰⁸ In quanto la deliberazione viene approvata col voto determinante di soci in presenza di conflitto d'interesse, a cui ne fa seguito un danno (art. 2373 c.c.).

¹⁰⁹ La terminologia è stata proposta da VICARI in *Gli azionisti* (p. 60 s.), ove afferma che "se l'organizzazione (o la sollecitazione) di un'asta risulta, secondo alcuni, doverosa o quantomeno opportuna in caso di offerta pubblica d'acquisto e di cessione d'azienda, potrebbe sostenersi che la stessa risulti doverosa o opportuna in caso di fusione".

nell'adozione di un rapporto di concambio incongruo. Bensì, si tratta di una mera scelta di organizzazione dell'operazione straordinaria, causata dalla volontà degli amministratori di incorporare la società Beta anziché la Gamma. Per tali motivazioni, trova piena applicazione la denominazione di fusione "inopportuna".

1.3.1.8 – Legittimità dell'operazione di *merger leveraged buyout*

Sino al 2003, molte erano le incertezze circa la legittimità dell'operazione di *merger leveraged buyout*¹¹⁰. Queste incertezze derivavano da un divieto assoluto – previsto *ex-lege*¹¹¹ – di assistenza finanziaria da parte della società, in relazione all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni proprie. Premettendo che attuando l'operazione si perviene che l'onere del finanziamento risulta essere assunto dalla stessa società oggetto dell'acquisto, essa stessa finirebbe sostanzialmente per garantire, col proprio patrimonio, l'acquisto di proprie azioni¹¹². In definitiva, secondo questa tesi, l'operazione di fusione diverrebbe lo strumento principe per aggirare la normativa civilistica di cui all'articolo 2358¹¹³. Grazie alla riforma del diritto societario (2004), le incertezze di cui sopra vennero meno (nonostante gran parte degli esponenti già concordassero sulla legittimità dell'operazione stessa¹¹⁴, nonostante la "falla" burocratica); con tale riforma, viene pienamente riconosciuta la liceità dell'operazione di *leveraged buyout*¹¹⁵, a patto di adempiere ad una serie di obblighi informativi supplementari¹¹⁶. Per attuare tale liceità, venne riformulato l'articolo 2501-bis del Codice civilistico nazionale; nella nuova formulazione afferma che, in caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, è necessario che:

¹¹⁰ In merito alla descrizione dell'operazione, si rimanda al precedente Cap. 1.2.2.1.

¹¹¹ In ottemperanza al primo comma dell'art. 2358 c.c., il quale enuncia che "*La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie, neppure tramite società fiduciaria o per interposta persona*".

¹¹² Come evidenziato da POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 188.

¹¹³ Il quale prevede la presenza di una forte tutela per il patrimonio sociale, la quale verrebbe – evidentemente – meno.

¹¹⁴ Difatti MONTALENTI in *Leveraged buy-out nel nuovo diritto*, p. 800, sottolinea che l'intento elusivo veniva comunque meno, in quanto veniva effettuata, a priori, un'attenta valutazione della struttura finanziaria dell'operazione, al fine ultimo di verificare se la traslazione del debito ne fosse il fine esclusivo/predominante o, al meglio, costituisse uno dei mezzi finanziari unito all'impiego di mezzi propri o di mezzi dell'impresa che non incida, in modo ragionevole, sul suo equilibrio finanziario. In quest'ultima ipotesi l'operazione diveniva legittima, venendo a mancare evidentemente l'intento elusivo.

¹¹⁵ Quindi anche della particolare sotto-tipologia in analisi, il *merger leveraged buyout*.

¹¹⁶ I quali da un lato potrebbero esser visti come un "appesantimento" della documentazione da presentare, dall'altro mirano a soddisfare più pienamente il fabbisogno informativo degli *stakeholders*.

- Il progetto di fusione indichi necessariamente le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni assunte;
- La relazione dell'organo amministrativo denoti le ragioni giustificanti dell'operazione, a cui deve essere corredata un piano economico e finanziario, indicando nel medesimo le fonti delle risorse e la descrizione degli obiettivi;
- La relazione degli esperti avalli quanto delineato dal progetto di fusione annesso¹¹⁷;
- Si alleghi una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente¹¹⁸.

Si precisa, d'altro canto, che non sono assolutamente consentite in questa sede le semplificazioni previste in merito alle fusioni per incorporazione di società interamente possedute (o per il novanta percento) dalla incorporante. Prevista, in merito, anche una ampia tutela per i soci di minoranza (nonché per i terzi); a titolo esemplificativo, è necessaria che l'operazione sia approvata dalla assemblea straordinaria ed altresì che l'importo complessivo delle garanzie e delle somme date in prestito non ecceda il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili (fa fede l'ultimo bilancio). Rimanendo in tema contabile, come forma di tutela supplementare è prevista l'iscrizione in bilancio di una riserva indisponibile, di medesimo importo a quello delle somme date in prestito e delle garanzie rilasciate¹¹⁹.

1.3.2 – Contesto nazionale: la normativa fiscale

L'operazione di fusione gode del c.d. principio della neutralità fiscale; ciò sta a significare che l'atto straordinario in oggetto non costituisce realizzo, né altresì distribuzione, di plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società incorporate o

¹¹⁷ In merito POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 189, avalla il pensiero di GAREGNANI in *Profili di valutazione*, p. 140, asserendo che, per forza di cose, l'esperto non può esprimersi sulle risorse finanziarie occorrenti se non esaminando le ragioni dietro l'operazione ed il piano economico e finanziario. Ne consegue che appare oltremodo riduttivo limitare l'analisi dell'esperto al solo parere sulla sostenibilità finanziaria dell'operazione.

¹¹⁸ La normativa vigente non dà alcuna informazione circa il contenuto di tale relazione: ne consegue che la stessa si pone come obiettivo ultimo di giudicare l'adeguatezza dell'informativa presentata.

¹¹⁹ Come stabilito dall'art. 2358 terzo comma c.c.

fuse¹²⁰. Così facendo, post-fusione si ottiene la piena continuità – oltre che sul piano prettamente patrimoniale e finanziario – anche su quello tributario. L'intero complesso della normativa fiscale annessa alla fusione è contenuto nell'articolo 172 del Testo Unico sulle Imposte e sui Redditi.

1.3.2.1 – Gli effetti fiscali delle differenze da fusione

Nell'attuazione dell'operazione di potrebbe emergere una problematica nota come differenza di fusione (avanzi o disavanzi a seconda dei casi); si tratta di divergenze tra il patrimonio netto contabile delle società incorporate o fuse e l'importo dell'aumento del capitale sociale dell'incorporante (o del capitale sociale di costituzione della società risultante) o del valore di carico delle partecipazioni nelle incorporate¹²¹. La disciplina inerente è stata oggetto di svariate rivisitazioni nel corso degli anni, al fine ultimo di impedire manovre elusive¹²², che potevano essere attuate proprio tramite una fusione. Difatti attualmente, di qualsivoglia natura siano, tali differenze non concorrono in alcun modo ai fini fiscalistici¹²³, non venendo di conseguenza tenute in considerazione ai fini del calcolo del reddito della *newco* risultante o della incorporante. I beni ricevuti sono valutati fiscalmente basandosi sull'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, altresì facendo emergere, da un apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi, i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti¹²⁴. Nel contempo sono state emanate svariate norme allo scopo di semplificare il procedimento di fusione; in riferimento a quanto appena enunciato, viene offerta la possibilità alla società incorporante – o alla *newco* risultante post-operazione –, di vedersi riconosciuti i maggiori valori iscritti in bilancio, derivanti dall'utilizzo del disavanzo¹²⁵. In sostanza, vi è la possibilità (non l'obbligo) di tassare i maggiori valori iscritti, relativi alle

120 Ai sensi del primo comma dell'art. 172 T.U.I.R.

121 Definizione erogata dall'art. 2504-*bis* c.c.

122 Le quali avevano come obiettivo unico l'ottenere un (illegittimo) risparmio in termini d'imposta. Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.5.

123 Rammentare il principio di neutralità fiscale, come descritto in Cap. [Normativa fiscale].

124 Ai sensi del secondo comma dell'art. 172 T.U.I.R., POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 153, definisce tale quadro un “prospetto di riconciliazione”, in grado di raccordare i valori esposti in bilancio con quelli riconosciuti dal fisco.

125 Ciò viene applicato per le società che non sono tenute a seguire gli standard internazionali dei principi contabili. Per le società tenute a seguire gli IAS\IFRS, si fa riferimento ai maggiori valori che scaturiscono dall'applicazione del metodo del *fair value*.

immobilizzazioni materiali ed immateriali, nonché all'avviamento, mediante il pagamento di una imposta sostitutiva a scaglioni¹²⁶, con la previsione di tre distinte fasce:

- Fascia I → 12% sino a cinque milioni di euro;
- Fascia II → 14% sulla parte eccedente la fascia I, e sino a dieci milioni di euro;
- Fascia III → 16% sulla parte eccedente la fascia II.

L'importo complessivo dell'imposta viene saldato in tre rate annuali¹²⁷: le ultime due vengono maggiorate degli interessi, pari al 2,5% annuo. A partire dal 28 gennaio 2009¹²⁸ è possibile effettuare il riallineamento dei valori di marchi, avviamento ed altre attività immateriali; prevista al contempo il pagamento di una imposta sostitutiva pari al 16% in una unica soluzione, con annessa diminuzione del 50% della durata dell'ammortamento fiscale attuabile sugli elementi sopra indicati, a partire dall'anno successivo a quello in cui si effettuano l'opzione ed il pagamento. Il riallineamento in questione è possibile anche per i maggior valori eventualmente attribuiti ad immobilizzazioni finanziarie, rimanenze di magazzino, crediti, titoli; in altri termini, per tutte le classi di *asset* non previste dall'articolo 172 del T.U.I.R. Tuttavia – in questa precisa casistica – sussistono variazioni nell'adempimento fiscale; l'aliquota oggetto d'applicazione rispecchia quella ordinaria¹²⁹.

1.3.2.2 – Le modalità di ricostituzione delle riserve in sospensione d'imposta

Il quinto comma dell'articolo 172 del già enunciato Testo Unico denota la disciplina delle c.d. riserve in sospensione d'imposta; si tratta di particolari tipologie di riserve la cui tassazione rimane “sospesa”, ovvero l'imposizione fiscale avrà luogo solo ed esclusivamente nel momento in cui la riserva verrà effettivamente impiegata o distribuita. La normativa le ripartisce in due macro-classi:

¹²⁶ Secondo quanto stabilito dal comma 10-bis dell'art. 172 T.U.I.R.

¹²⁷ È previsto uno schema rigido per quanto concerne la consistenza delle rate; la prima e l'ultima devono necessariamente essere pari al trenta per cento, la seconda rata al quaranta per cento.

¹²⁸ Si fa riferimento al d.lgs. 185 del 29/11/2008.

¹²⁹ Ad esclusione dei crediti, sui quali viene applicata l'aliquota del 20%.

- Riserve “di primo grado”, sottoposte a tassazione sia nel caso di distribuzione ai soci, sia in caso di utilizzo (ad esclusione dell’uso a fini di copertura per perdite d’esercizio).
- Riserve “di secondo grado”, le quali vengono imposte fiscalmente solo se avviene la distribuzione delle stesse ai soci. Chiaro esempio ne sono le riserve da rivalutazione monetaria¹³⁰.

L’analisi di queste riserve nel contesto della fusione avviene per rendere vana la possibilità di elusione alla tassazione delle stesse; in tale contesto, è previsto che nella società risultante dalla fusione debbano ricostituirsi tale riserve, al fine ultimo di tassarle (se l’imposizione non è avvenuta precedentemente all’operazione). Per le riserve c.d. “di secondo grado” è prevista una disciplina distinta; l’obbligo di ricostituzione di esse sussiste in ogni caso. Tuttavia, tale eventualità viene limitata all’eventuale “avanzo” emerso al momento della fusione o a quello di un aumento del capitale societario in misura eccedente la somma dei capitali delle società che si fondono (al netto delle – eventuali – quote di partecipazioni reciproche)¹³¹. Lo stesso articolo del TUIR rammenta la tassazione delle riserve “sospese” in caso di utilizzo delle stesse per aumenti di capitale delle società partecipanti alla fusione, *ex-ante* l’operazione in oggetto; in tal caso, le riserve s’intendono trasferite nel capitale della società risultante (o incorporante), con tassazione nel caso di riduzione dello stesso capitale per esuberanza¹³². Nel momento in cui si abbia una coesistenza di entrambe le tipologie di riserve (indi sia “di primo” che “di secondo grado”), l’idea è quella di utilizzare dapprima del riserve “di primo grado”; se ne consegue al contempo un rilevante vantaggio, ovvero che la quota di (eventuale) tassabilità, per le riserve imponibili fiscalmente solo in caso di distribuzione, diminuisca¹³³.

1.3.2.3 – Modalità di riporto delle perdite fiscali post-fusione: la normativa antielusiva

L’operazione di fusione può essere messa in piedi – oltre che per gli scopi legali previsti dalla normativa civilistica – anche per finalità d’evasione fiscale (scopo non

¹³⁰ Si tratta di una riserva indisponibile.

¹³¹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, p. 158 e s.

¹³² Ai sensi dell’art. 172 T.U.I.R., comma 5.

¹³³ Interpretazione condivisa da POTITO in *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, p. 159.

legale); ciò ha portato alla creazione del c.d. fenomeno della compravendita delle “bare fiscali”, dove venivano effettuate fusioni con società in forte debito tributario, per poi portare in deduzione le perdite nella *newco* risultante dalla fusione o nella incorporante. Durante i periodi di ciclo economico positivo, il compratore rilevava la “bara” per un valore irrisorio, liberando l'imprenditore – in situazione di dissesto aziendale – dai costi correlati all'operazione di liquidazione; il vantaggio per l'acquirente si constatava nel recupero dello scudo fiscale (il cui valore, evidentemente, risultava maggiore rispetto al prezzo di cessione dell'azienda in dissesto). Per tali motivi, il Legislatore ha previsto una efficace normativa antielusiva, allo scopo di contrastarne il fenomeno. Il riporto delle perdite fiscali nella società risultante dalla fusione (o alla incorporante – nel caso di fusione per incorporazione) è consentito, solo ed unicamente, in presenza di due precise condizioni¹³⁴:

1. Operatività di tutte le società partecipanti alla fusione, ivi inclusa la incorporante (nella fusione per incorporazione): la quale sussiste se ricavi e proventi dell'attività caratteristica e le spese per lavoro subordinato, risultanti dal conto economico delle società le cui perdite sono riportabili relativo all'esercizio precedente a quello nel quale la fusione è stata deliberata, risultino essere superiori al quaranta percento della media dei due esercizi anteriori;
2. Limitazione quantitativa del riporto: le perdite fiscali possono essere riportate esclusivamente per la parte che non eccede l'ammontare del rispettivo patrimonio netto, risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio, oppure, se inferiore, dalla situazione patrimoniale, escludendo dal conteggio i conferimenti ed i versamenti effettuati negli ultimi 24 mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione in oggetto.

Le condizioni di cui sopra risultano essere retroattive; in tal modo, è stato reso possibile eliminare il vantaggio derivante da eventuali compensazioni. Tali disposizioni vengono applicate a partire dal 4 luglio 2006, data d'entrata in vigore del decreto legge 223/06, il quale stabilisce, all'articolo 25, proprio la retroattività appena descritta;

¹³⁴ Ai sensi dell'art. 172, comma 7 del T.U.I.R.

d'altro canto, l'Amministrazione Finanziaria si riserva il diritto di verifica delle operazioni deliberate in precedenza¹³⁵.

1.3.3 – Contesto nazionale: i principi contabili nazionali OIC

I principi contabili nazionali sono emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (già OIC), costituitosi come fondazione il 27 novembre 2001 allo scopo ultimo della creazione di uno *standard setter* nazionale, dotato di ampia responsabilità e capace di esprimere – in modo coeso – le istanze, in ambito nazionale, relative alla materie contabili. La legge n. 116 dell'18 agosto 2014¹³⁶ ha riformato la delinearazione delle funzioni del suddetto organo¹³⁷, le quali si raffigurano in:

- Emanazione dei principi contabili nazionali¹³⁸ – ispirati alla miglior prassi operativa – in merito alla redazione dei bilanci, seguendo le disposizioni dettate dal codice civile;
- Funzioni di supporto all'attività di Organi Governativi e del Parlamento, per quanto concerne la normativa contabile, con espressione di pareri quando previsto dalla normativa vigente o su esplicita richiesta di altre istituzioni pubbliche;
- Partecipazione al processo d'elaborazione dei principi contabili internazionali adottati nel territorio europeo, creando rapporti con l'*International Accounting Standards Board* (IASB), con l'*European Financial Reporting Advisory Group* (EFRAG), nonché con gli organismi contabili interni di ogni Paese.

Durante l'esercizio delle sue funzioni, l'Organismo Italiano di Contabilità persegue finalità d'interesse pubblico; difatti, esso agisce in modo indipendente, perseguiendo al contempo obiettivi di economicità¹³⁹. Il governo dello stesso è affidato ad una serie di organi, i quali includono il Collegio dei Fondatori, il Consiglio d'Amministrazione, il

¹³⁵ Come precisato dall'art. 37-bis del DPR n. 600/73.

¹³⁶ Attuato mediante il decreto legge 91/2014, integrando il d.lgs. 38/2005.

¹³⁷ Contenute nell'art. 9-bis e art. 9-ter. Le modalità di finanziamento dell'OIC rimangono invariate, previste dalla legge 244/2007 (legge finanziaria 2008); il Collegio del medesimo organo stabilisce annualmente il suo fabbisogno di finanziamento, nonché le quote da destinare allo IASB.

¹³⁸ Pubblicati con numerazione progressiva (c.d. serie OIC con nuova numerazione).

¹³⁹ Perseguire e raggiungere gli obiettivi prefissati (efficacia), al minor costo possibile (efficienza).

Comitato Esecutivo, il Comitato Tecnico-Scientifico ed il Collegio dei Revisori dei Conti. Altresì, l’Organismo Italiano di Contabilità è obbligato a redigere – con cadenza annuale – una relazione, indirizzata al Ministero dell’Economia e delle Finanze, in merito all’attività svolta nel suddetto periodo. La Banca d’Italia, la CONSOB, l’ISPAV, nonché i Ministeri di competenza, svolgono funzioni di consulenza; l’eventuale loro parere negativo viene pubblicato in allegato al principio contabile in questione, il quale viene approvato dal Comitato Esecutivo.

1.3.3.1 – OIC n. 4

Il principio contabile nazionale OIC n. 4 risulta essere la pietra miliare per le operazioni di fusione, in riferimento al quadro normativo previsto esclusivamente dai principi contabili nazionali. Difatti, esso ha il preciso compito di delineare le regole tecnico-contabili da applicare nella redazione dei diversi bilanci, nonché delle situazioni patrimoniali, peculiari del processo di fusione, interpretando quanto previsto dalla normativa civilistica. Attualmente, l’OIC n. 4 non attua nessuna differenziazione – dal punto di vista meramente contabile – fra società sotto un controllo comune e società sotto il controllo di terzi indipendenti. In gran parte l’OIC n. 4 sottolinea e ribadisce concetti e modalità dell’operazione di fusione delineati dal codice civile negli articoli di riferimento; ad esempio, il principio della neutralità fiscale e le modalità di ricostituzione delle riserve in sospensione d’imposta¹⁴⁰. Il principio in esame va inoltre a delineare le modalità di contabilizzazione della fusione inversa, le quali hanno sollevato non poche critiche da parte della dottrina¹⁴¹.

1.3.4 – Contesto internazionale: le fusioni transfrontaliere e i principi contabili internazionali IAS/IFRS dello IASB

Al fine del raggiungimento dell’obiettivo di armonizzazione delle regole contabili nei diversi Paesi, la Comunità Europea ha progressivamente introdotto un *corpus* di riferimento standardizzato, consistente nei principi contabili internazionali IAS/IFRS, emanati dall’*International Accounting Standards Board* (già IASB). In seguito all’attuazione del decreto legge n. 38/2005, a partire dal 1° gennaio 2005 è stata resa obbligatoria – senza eccezione alcuna – l’applicazione dei principi contabili

¹⁴⁰ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 1.3.2.2.

¹⁴¹ Per ulteriori approfondimenti, v. Cap. 3.6.1.

internazionali IFRS per alcune particolari categorie societarie, ritenute essenziali per il corretto funzionamento del sistema economico; fra esse si annoverano le società quotate, le banche¹⁴² e gli intermediari finanziari in generale, le imprese assicurative e le società con strumenti finanziari diffusi¹⁴³. Di conseguenza, le società non facenti parte della lista di cui sopra, continueranno a conformarsi alla sola normativa nazionale. L'utilizzo di tale *corpus* standardizzato porta con sé alcune problematiche di rilievo, causate dalla incompatibilità di alcuni punti con la normativa nazionale di riferimento¹⁴⁴.

1.3.4.1 – Fusioni transfrontaliere e la Decima Direttiva

Ad oggi il livello di globalizzazione risulta essere così elevato che parlare di fusioni fra imprese del medesimo Stato appare del tutto riduttivo, specialmente in riferimento alle sempre più espansive strategie di *corporate* operate dal management; in tale contesto è necessario – quindi – considerare la problematica delle diverse legislazioni vigenti negli Stati delle società partecipanti all'operazione di fusione. La norma generale di riferimento è costituita in una legge di riforma del sistema italiano di diritto internazionale privato¹⁴⁵, ove al terzo comma dell'articolo 25 si afferma che le fusioni di enti con sede in Stati diversi hanno efficacia esclusivamente se posti in essere conformemente alla legge dei suddetti Stati interessati. Per ridurre il *gap* fra i vari ordinamenti delle società di capitali coinvolte nel procedimento di fusione a livello comunitario, il Parlamento europeo ha provveduto all'emanazione della c.d. Decima Direttiva¹⁴⁶, recepita dall'ordinamento italiano con il d. lgs. 30 maggio 2008 n. 108. Essa va a disciplinare il principio della libertà di stabilimento¹⁴⁷, ribadendo il superamento di qualsivoglia limite alla libertà di iniziativa economica all'interno del territorio dell'Unione Europea, includendo diverse disposizioni sostanziali e

¹⁴² Le quali attuano la fondamentale funzione di trasmissione della politica monetaria, formulata – nell'area Euro – dall'organismo della Banca Centrale Europea.

¹⁴³ Si fa riferimento alle società con azionariato diffuso, i cui soggetti (azionisti) risultino essere in numero superiore a 200, che detengano complessivamente una percentuale di capitale sociale perlomeno pari al 5% e che non abbiano la possibilità di redigere il bilancio in forma abbreviata, ai sensi dell'art. 2435-bis, primo comma, c.c.

¹⁴⁴ A titolo esemplificativo, il criterio del *fair value* e il criterio del costo storico dettato dal codice civile.

¹⁴⁵ Più specificatamente si tratta della l. 21/05/1995, n. 218.

¹⁴⁶ Mediante l'emanazione della Direttiva n. 2005/56/CE del 26/10/2005.

¹⁴⁷ CAVANNA in *La fusione*, parte di COTTINO, *Trattato di diritto commerciale*, p. 517, sottolinea che il principio in analisi era già stato ampiamente affermato dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia nei casi Centros, Überseering ed Inspire Art.

procedimentali, le quali verranno recepite dalle legislazioni degli Stati membri dell’Unione. La fusione fra società appartenenti a Stati diversi (già fusione transfrontaliera) può attuarsi con le medesime modalità stabilite dalle norme nazionali (indi, per incorporazione o per unione). Altresì vengono definite le società facenti parte della categoria “società di capitali”, le quali risultano essere:

- Società per azioni;
- Società a responsabilità limitata;
- Società in accomandita per azioni di diritto italiano;
- Società elencate nell’articolo 1 della Prima Direttiva Comunitaria 68/151/CEE¹⁴⁸.

Vengono inoltre annesse, oltre a quelle di cui appena sopra, anche ogni società disciplinata dall’ordinamento di uno Stato membro, a patto che abbia personalità giuridica, sia presente un capitale sociale, attui il principio della responsabilità per le obbligazioni sociali limitata al proprio patrimonio e siano previste norme di tutela per soci e terzi previste dalla prima Direttiva comunitaria n. 68/151/CEE. In caso di incompatibilità nei termini legali fra le società partecipanti, la fusione non avrà luogo¹⁴⁹; altresì vengono meno le regole di trasparenza per le operazioni di *leveraged buyout* stabilite in calce all’articolo 2501-bis del codice civile. Permangono – invece – i poteri di controllo delle Autorità *antitrust*¹⁵⁰, nonché le norme a garanzia del mantenimento dei livelli occupazionali¹⁵¹. Persiste anche la tutela per i soci di minoranza; ovvero, è permesso ai soci di recedere dalla società partecipante se quella

¹⁴⁸ Per la Germania: die Aktiengesellschaft, die Kommanditgesellschaft auf Aktien, die Gesellschaft mit beschränkter Haftung; per il Belgio: de naamloze vennootschap, la société anonyme, de commanditaire vennootschap op aandelen, la société en commandite par actions, de personenvennootschap met beperkte aansprakelijkheid, la société de personnes à responsabilité limitée; per la Francia: la société anonyme, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée; per l’Italia: società per azioni, società in accomandita per azioni, società a responsabilità limitata; per il Lussemburgo: la société anonyme, la société en commandite par actions, la société à responsabilité limitée; per i Paesi Bassi: de naamloze vennootschap, de commanditaire vennootschap op aandelen.

¹⁴⁹ Come previsto in calce all’art. 3, primo comma, d.lgs. n. 108. Viene quindi evidentemente meno la possibilità di fusione per le cooperative a mutualità prevalente, così come per le società di investimento a capitale variabile (già SICAV).

¹⁵⁰ Quali la Banca d’Italia, l’ISPAV, la CONSOB, nonché il Ministero dell’economia e delle finanze per le società privatizzate.

¹⁵¹ Ovvero quelle per il mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento d’azienda (art. 2112 c.c.).

risultante risulta essere localizzata in un altro Stato membro dell'Unione Europea. A coronamento delle forme di tutela, è resa necessaria – nelle fusioni transfrontaliere – la pubblicazione in Gazzetta Ufficiale delle modalità d'esercizio dei diritti da parte dei creditori e dei soci di minoranza, i quali potranno ottenere – in modo del tutto gratuito – le informazioni relative. Per gli adempimenti pubblicitari, nel caso che la società risultante dalla fusione non sia italiana (nel caso opposto segue – ovviamente – la normativa civilistica), la data a decorrere dalla quale la fusione avrà effetto verrà stabilita facendo riferimento al complesso normativo ove avrà sede la società risultante. Rimangono valide le semplificazioni previste dalla normativa nazionale riguardo la casistica di fusione transfrontaliera per incorporazione di società controllata in misura totalitaria (o quasi totalitaria)¹⁵².

1.3.4.1.1 – Il progetto di fusione transfrontaliero e il certificato preliminare alla fusione

Necessariamente subirà una mutazione il progetto di fusione, il quale cambia la sua denominazione in progetto di fusione transfrontaliera; rispetto al progetto originario, il transfrontaliero prevede una serie di informazioni aggiuntive. Tale obbligo suppletivo risulta essere pienamente giustificato dal particolare carattere dell'operazione¹⁵³; le indicazioni addizionali si concernono nella forma, nella denominazione e nella sede statutaria della società risultante dalla fusione, nonché della legge regolatrice della società di cui prima e di ogni società partecipante all'operazione. Tale adempimento risulta essere a pieno favore dei soci, i quali potranno valutare – in miglior modo – l'esercizio del diritto di recesso o meno¹⁵⁴. Infine, lo stesso progetto dovrà indicare le ripercussioni che la fusione avrà sull'occupazione, nonché le procedure riguardo il coinvolgimento dei lavoratori nell'ambito dei loro diritto in merito alla partecipazione nella società risultante dalla fusione transfrontaliera. Altre informazioni in merito vengono annesse alla relazione degli amministratori. A coronamento, in virtù degli obblighi suppletivi previsti per le fusioni transfrontaliere, il già citato D.Lgs. n. 108/2008 obbliga la stesura del certificato preliminare alla fusione transfrontaliera, il quale attesta:

¹⁵² Il complesso normativo nazionale di riferimento si concerne negli art. 2505 e 2505-bis c.c.

¹⁵³ Come evidenziato da DESSÌ in *Le fusioni transfrontaliere*, p. 192.

¹⁵⁴ Come sottolinea CAVANNA, *Le fusioni*, parte di COTTINO, *Trattato di diritto commerciale*, p. 521.

1. L'iscrizione presso il Registro delle imprese della delibera di fusione transfrontaliera;
2. L'integrazione dei presupposti che consentono l'attuazione della fusione prima del decorso del termine legale¹⁵⁵;
3. La inesistenza di circostanze ostative all'attuazione dell'operazione di fusione transfrontaliera, relative alla società richiedente.

L'elenco di cui sopra trova applicazione per le società italiane partecipanti ad operazioni di fusioni transfrontaliere; per le società estere partecipanti, ciascun stato designa l'organo giurisdizionale, notaio o altra autorità competente, il quale provvederà al rilascio del certificato attestante l'adempimento regolare degli atti e delle formalità preliminari all'operazione medesima. Entro sei mesi, tale certificato – congiuntamente al progetto di fusione – viene trasmesso all'autorità competente per il controllo di legittimità dell'operazione straordinaria transfrontaliera¹⁵⁶.

1.3.4.2 – L'International Financial Reporting Standard (IFRS) n. 3

Le fusioni a livello internazionale vengono regolate dall'*International Financial Reporting Standard* (già IFRS) n. 3, la cui emanazione risale al gennaio 2008, il quale ha sostituito la versione antecedente, datata marzo 2004. Ambedue i documenti sono stati emanati dall'*International Accounting Standards Board* (già IASB), istituito il 1° aprile 2001¹⁵⁷. La disciplina dell'IFRS n. 3 non si limita esclusivamente alle operazioni di fusione, ma amplia lo spettro includendo tutte le possibili forme di *business combinations*¹⁵⁸, prevedendo un criterio unificato di contabilizzazione per tutte le operazioni di cui prima (c.d. *acquisition method* o “metodo dell’acquisizione”¹⁵⁹).

¹⁵⁵ In riferimento all'art. 2503 c.c., facendo venir meno la principale forma di tutela per i creditori sociali. Difatti, ai sensi dell'art. 2445, quarto comma, c.c., il tribunale deve aver preventivamente verificato la bontà dell'operazione, dichiarando infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori sociali. Alternativamente, la società deve aver provveduto a presentare idonea garanzia ai creditori sociali.

¹⁵⁶ Come previsto dall'art. 13 del d.lgs. n. 108/2008.

¹⁵⁷ Nella stessa data si ricorda l'istituzione dello *Standard Advisory Council* (già SAC), col compito di offrire funzioni di consulenza allo IASB, e l'*International Financial Reporting Interpretations Committee* (già IFRIC), il quale si occupa della redazione dei documenti interpretativi dei principi contabili, quest'ultimi approvati dalla IASB stessa.

¹⁵⁸ Definita come “*a transaction or other event in which a acquirer obtains control of one or more businesses*”. A tal proposito, notare come l'enfasi ricada sul concetto di controllo; inoltre, viene previsto che il passaggio debba avvenire solo ed esclusivamente fra soggetti economici indipendenti. Interpretando il testo, si consta che l'IFRS n. 3 non regolamenta le operazioni attuate – a titolo esemplificativo – mediante la creazione di una *joint-venture* (la quale ha carattere condiviso).

¹⁵⁹ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 3.6.2.

Grande attenzione viene posta all'aspetto economico sottostante all'operazione (che ne rappresenta la vera essenza), tralasciando – per certi versi – la forma giuridica della operazione stessa; pertanto, con l'IFRS n. 3 il principio di prevalenza della sostanza economica sulla forma dell'operazione trova la sua più piena applicazione. Essendo il principio in oggetto applicabile per qualsivoglia operazione di acquisizione, risulta evidente che lo stesso possa essere applicato – oltre che alle fusioni – anche ad altre operazioni straordinarie, quali la scissione, il conferimento o la cessione aziendale.

1.3.5 – La normativa antitrust nelle operazioni di concentrazione

Nella realtà aziendale, si tende a considerare il termine “concentrazione” come un surrogato del vocabolo “scorporo” o “conferimento”; tale ragionamento risulta essere erroneo, in quanto la concentrazione si concerne nella conseguenza delle due operazioni sopra enunciate. La locuzione “concentrazione” risultò essere ignota alla dottrina giuridica per un lungo periodo di tempo¹⁶⁰; alcuni utilizzi ne vennero fatti in ambito esclusivamente fiscale sino al 1965. È opinione condivisa che la parola “concentrazione” sia connessa all'accrescimento delle dimensioni aziendali, con l'attuazione delle c.d. economie di scala¹⁶¹. Sebbene quest'ultime rappresentino un forte elemento propulsivo all'attuazione delle concentrazioni, è necessario al contempo considerare gli effetti avversi annessi; in particolare, una eccessiva concentrazione delle imprese operanti nello stesso settore potrebbe portare, nel medio lungo termine, ad una situazione di oligopolio o – nei casi estremi – di monopolio¹⁶², azzerando i benefici della libera concorrenza. La normativa *antitrust* si prefigge, non a caso, come obiettivo la riduzione dei *trust*, ovverosia delle coalizioni d'imprese o di società che esercitano – di fatto – un potere monopolistico. Le operazioni di fusione risultano essere parte integrante delle operazioni di concentrazione; nel dettaglio – ai sensi dell'art. 3 del regolamento CEE 21 dicembre

¹⁶⁰ Come sottolinea CONFALONIERI in *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, in realtà già la formulazione dell'art. 1902 c.c. faceva capolino il termine “concentrazione” in riferimento alle imprese assicuratrici.

¹⁶¹ Permettono di ridurre il costo medio unitario agendo sull'aumento della numerosità della produzione.

¹⁶² Situazione nella quale un'unica impresa controlla un determinato settore del mercato, la quale potrà imporre specifiche politiche di *pricing*.

1989, n. 4064/89, si presenta una operazione di concentrazione al verificarsi di una delle due condizioni:

- a) Nel momento in cui una o due imprese, precedentemente soggetti giuridici distinti e quindi indipendenti, procedono ad una operazione di fusione;
- b) Nel momento in cui un soggetto, detentore di partecipazioni, effettua un'acquisizione – sia essa diretta o indiretta – mediante l'acquisto di partecipazioni nel capitale o di elementi del patrimonio, ovvero via contratto o qualsivoglia altro mezzo idoneo.

Ai sensi del regolamento oggetto d'analisi, si attua un “controllo” nel momento in cui vi è la possibilità di esercitare un'influenza dominante sull'attività di un'impresa¹⁶³. In riferimento a quanto sopra riportato, risulta evidente che la normativa descritta non trovi applicazione in alcun modo nelle fusioni attuate all'interno di un gruppo, venendo meno il requisito dell'indipendenza delle due imprese descritto in precedenza¹⁶⁴. Differentemente, le acquisizioni, le *joint-venture*¹⁶⁵, ed in generale gli accordi mirati ad aumentare le dimensioni di una determinata entità economica, rientrano nell'ambito di applicazione della normativa antitrust. Sono previste deroghe alla normativa per i possessori di partecipazioni, destinate alla rivendita, quando tali soggetti si costituiscono nella figura di istituti bancari o società finanziarie; ulteriormente, è richiesto che il periodo di possesso delle partecipazioni in oggetto non superi i ventiquattro mesi e che non vengano esercitati – al contempo – i diritti di voto correlati.

1.3.5.1 – Normativa nazionale

La normativa *antitrust* per lo Stato italiano si concerne nella legge n. 287 del 10 ottobre 1990, la quale ha prefissato dei parametri al fine ultimo di regolamentare –

¹⁶³ Nello specifico, l'art. 3, terzo comma, definisce che l'esercizio di influenza dominante si esplica nei diritti di proprietà o di godimento su totalità o parti del patrimonio di un'impresa, ovvero sui diritti o contratti che conferiscono un'influenza determinante sulla composizione, sulle deliberazioni o sulle decisioni degli organi di un'impresa.

¹⁶⁴ Non vengono altresì considerate concentrazioni le acquisizioni di partecipazioni, da parte di una banca o di un'istituzione finanziaria, da collocare sul mercato dei capitali e purché non siano esercitati i connessi diritti di voto (art. 3).

¹⁶⁵ Costituzione di una “nuova” impresa comune a più società.

nonché limitare – le attività di concentrazione. La prima limitazione viene imposta sul fatturato¹⁶⁶, ponendo come soglia limite un fatturato realizzato dalle imprese interessate – a livello nazionale – di 474 milioni di euro, ovvero un fatturato dell’impresa oggetto di acquisizione, sempre a livello nazionale, di 47 milioni di euro. Tali soglie vengono aggiornate annualmente, rivalutandole in base alla variazione dell’indice del deflettore dei prezzi del prodotto interno lordo. Seconda limitazione viene prefissa per particolari categorie di enti pubblici economici, ovvero banche ed assicurazioni; per tali tipologie di imprese vigono dei parametri di riferimento, i quali dovranno essere successivamente rapportati con le limitazioni sul fatturato sopra descritte:

- Per le compagnie assicurative, il valore dei premi incassati;
- Per gli istituti di credito e le società finanziarie in genere, il decimo della cifra dell’attivo di bilancio, escludendo i conti d’ordine.

Le sanzioni previste¹⁶⁷, in caso di formazione di posizione dominante o limitative della concorrenza, sono pecuniarie, di importo non inferiore all’un percento e non superiore al dieci percento del fatturato realizzato in ogni impresa o ente nell’ultimo esercizio chiuso anteriormente alla notificazione della diffida, relativamente ai prodotti oggetto dell’impresa o dell’abuso di posizione dominante. Tali sanzioni vengono accresciute, sempre nel limite del dieci percento del fatturato, in caso di inottemperanza alla diffida.

1.3.5.2 – Normativa comunitaria

La normativa *antitrust* vigente nel territorio dell’Unione Europea viene disciplinata nel regolamento CEE n. 139/2004 del 20 gennaio 2004, denominato “Regolamento comunitario sulle concentrazioni”, entrato in vigore dal 1° maggio 2004, il quale ha soppiantato il precedente regolamento CEE 4069/89. Il regolamento in analisi mira, oltre ad una semplificazione delle procedure di notifica, a rafforzare la partecipazione delle autorità nazionali garanti della concorrenza alle operazioni

¹⁶⁶ Art. 10, legge n.287 del 10 ottobre 1987. Si considera fatturato quello realizzato a livello nazionale, consistente negli importi ricavati dalla vendita di prodotti e dalle prestazioni di servizi, al netto di resi, sconti ed imposte connesse.

¹⁶⁷ Ai sensi dell’art. 15, legge n. 287 del 10 ottobre 1987.

antitrust. Il nuovo regolamento datato 2004 va a definire il concetto di “dimensione comunitaria”, andando ad affermare che una concentrazione acquisisce tale caratteristica in presenza di una c.d. dimensione rilevante, la quale si verifica in presenza coincidente di due chiare condizioni:

- a) Fatturato totale conseguito, a livello mondiale, dall’insieme delle imprese interessate, superiore a cinque miliardi di euro;
- b) Fatturato totale conseguito, nel territorio dell’Unione Europea, da almeno due delle imprese interessate, superiore a duecentocinquanta milioni di euro¹⁶⁸.

Oltre alle due condizioni sopra descritte, si ha una concentrazione con dimensione rilevante anche in presenza di una delle seguenti casistiche:

- Fatturato totale realizzato, a livello mondiale, da tutte le imprese interessate superiore a 2,5 miliardi di euro;
- Fatturato totale realizzato, in ciascuno di almeno tre Stati membri, da tutte le imprese interessate superiore a 100 milioni di euro;
- Fatturato totale realizzato, in ciascuno di almeno tre Stati membri, singolarmente da almeno due imprese interessate superiore a 25 milioni di euro;
- Fatturato totale realizzato, nel territorio dell’Unione Europea, da almeno due delle imprese interessate superiore a 100 milioni di euro.

Da rammentare la presenza di criteri alternativi per identificare la presenza di una concentrazione rilevante, come il metodo “3+” o il rinvio del caso specifico dalla Commissione alle autorità competenti degli Stati membri; quest’ultimo metodo non deve essere in alcun modo visto come un indebolimento del principio dello “sportello unico”, ma bensì come un metodo per consentire un esame del caso specifico di

¹⁶⁸ Ciò non trova applicazione nel momento in cui ciascuna delle due imprese realizzi oltre due terzi del proprio fatturato totale nella Unione Europea all’interno di uno stesso Stato membro.

concentrazione ad un livello più idoneo, al fine ultimo di valutarne con più accuratezza gli effetti potenziali¹⁶⁹.

¹⁶⁹ CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, p. 197.

Capitolo 2 – La determinazione del valore economico del capitale ai fini della fusione

L'operazione di fusione – così come tutte le altre operazioni straordinarie – necessita preliminarmente di determinare il valore dell'impresa oggetto dell'operazione, meglio definito come valore economico del capitale aziendale. Al contempo – come da normativa vigente – è necessario che siano delineate, nella più ampia chiarezza possibile, le motivazioni che hanno spinto il *management* ad optare per la messa in opera dell'operazione straordinaria; ciò anche al fine di evitare possibili manovre elusive dal punto di vista fiscale.

2.1 – Le motivazioni sottostanti alla fusione

Come stabilito in calce all'articolo 2501 del codice civile, è necessario che vengano esposte le motivazioni per le quali si è deciso di intraprendere il processo di fusione, all'interno della relazione degli amministratori, le quali trovano applicazione pratica nelle scelte strategiche dell'impresa, in virtù della teoria del valore dell'impresa¹⁷⁰.

2.1.1 – M&A e strategia aziendale

Nella maggior parte delle circostanze, le operazioni di M&A – di cui la fusione fa parte – permettono di garantire al complesso aziendale un più alto livello di efficienza, spesso in termini di produzione. La possibilità di accesso più rapide a risorse addizionali (c.d. economie di velocità), unita alla possibile riduzione del costo medio unitario di produzione *ex-post* (c.d. economie di scala), risultano essere i principali motivi per i quali si ricorre alle operazioni di crescita esterna dell'impresa¹⁷¹. Ciò nonostante, anche l'integrazione dei sistemi informativi aziendali può portare ad un miglioramento dell'efficienza nello scambio delle informazioni fra i vari centri e – di conseguenza – del risultato economico aziendale nel lungo termine. In altri casi, una operazione di M&A

¹⁷⁰ Tale teoria vede, come fine ultimo dell'impresa, quello della massimizzazione del suo valore, in termini di valore di mercato o di capitalizzazione di borsa.

¹⁷¹ La crescita esterna può, altresì, essere attuata mediante altre tipologie di operazioni, quale la *joint-venture*.

ha luogo per realizzare una integrazione verticale (si ingloba un elemento sottostante, facendo riferimento alla catena del valore, ad esempio internalizzazione di un fornitore) o orizzontale (si ingloba un diretto competitor)¹⁷². Ancora, può essere attuata per motivi tecnologici (come l'acquisizione di un determinato brevetto) o per motivi logistici (generando un'ottimizzazione dell'intero processo produttivo). In conclusione, il legame esistente fra operazioni di M&A e strategia aziendale risulta essere connesso all'obiettivo ultimo dell'accrescimento dell'efficienza di specifiche aree aziendali.

2.2 – Il valore economico del capitale aziendale

Come già affermato precedentemente, la determinazione accurata del valore economico del capitale aziendale risulta essere vitale al fine del corretto compimento di tutto l'*iter* dell'operazione di fusione. La definizione meticolosa di tale valore permette di evitare diversi fenomeni avversi; esempio calzante risulta essere il caso di annacquamento del capitale, il quale si manifesta nel momento in cui il valore economico del capitale aziendale viene definito al di sopra del tetto massimo ragionevole, ovvero il capitale di funzionamento (da qui, il termine "annacquamento"). Nulla vieta che possano venire ad esistenza situazioni prettamente opposte, causanti una sottostima del valore economico; è il caso delle creazione delle riserve occulte, mirate all'occultamento di una parte d'utili ai soci, attuata con il posizionamento del capitale di netto di bilancio al di sotto del capitale netto di funzionamento. In sintesi, la stima del valore economico del capitale aziendale deve essere ragionevole, ma allo stesso tempo prudente, al fine di evitare l'attuarsi dei due fenomeni appena descritti. Le modalità per determinare tale valore sono molteplici, le quali possono portare a risultati differenti fra loro.

2.2.1 – Modalità di calcolo: i metodi indiretti

I metodi indiretti (tradizionali) trovano applicazione nella valutazione di imprese per le quali non risultano disponibili dei dati di mercato (ad esempio, imprese non quotate in un mercato regolamentato). Tali metodi prendono in considerazione

¹⁷² In quest'ultimo caso, è prevista una specifica normativa per evitare il verificarsi di oligopoli o monopolii *ex-post*. Per ulteriori approfondimenti, v. Cap. 1.3.5.

elementi dell’azienda, quali il patrimonio, il reddito o i *cash flow* prodotti, per determinare – in modo indiretto – il relativo valore economico del capitale.

2.2.1.1 – Metodo reddituale

Il metodo reddituale è uno dei possibili metodi indiretti impiegabili per la determinazione del valore economico del capitale aziendale. L’ipotesi alla base è quella di considerare l’azienda come un complesso economico unitario, non suddivisibile in isolati elementi. La considerazione di tale ipotesi ha il vantaggio di poter annettere al valore economico anche particolari elementi che non figurano “fisicamente” nei prospetti patrimoniali d’impresa, ovvero i c.d. *intangibles* (quali – ad esempio – il *know-how* dell’impresa e la cultura aziendale); d’altro canto, considerare l’impresa come un’unica entità porta – ovviamente – alla mancata analisi peculiare di ogni elemento costituente l’azienda stessa. Dal punto di vista pratico, il metodo reddituale consiste nell’attualizzare il reddito prospettico dell’impresa mediante l’utilizzo della formula della rendita perpetua, considerando un orizzonte temporale illimitato¹⁷³:

$$W = \frac{R(1 + g)}{i - g}$$

Alla base di tale formula coesistono due ipotesi semplificatrici:

- 1) Si ipotizza un reddito medio-normale¹⁷⁴ durante tutto l’orizzonte temporale¹⁷⁵;
- 2) L’orizzonte temporale preso in considerazione è di durata illimitata;
- 3) Si ipotizza un tasso di crescita g perpetuo nel tempo.

Il tasso d’attualizzazione utilizzato nella formula consiste nel tasso puro d’interesse, maggiorato di un saggio rappresentante la rischiosità del mercato in cui opera l’azienda. Altresì risulta possibile valutare l’azienda in un orizzonte temporale limitato, mantenendo – al contempo – l’ipotesi di reddito medio-normale:

¹⁷³ In sostanza, si considera l’azienda come un’organizzazione capace di produrre un flusso di reddito periodico futuro, paragonabile – infatti – ad una rendita. Il valore attuale della rendita perpetua esprimerà il valore economico del capitale aziendale.

¹⁷⁴ La consistenza di tale reddito viene determinata in base ad una indagine prospettica dei successivi tre-cinque esercizi, adoperando come ausilio i budget. Allo stesso tempo, è necessario tenere in considerazione gli incrementi di redditività derivanti dai progetti pianificati all’interno dei piani aziendali.

¹⁷⁵ Non vengono considerati, quindi, eventuali scostamenti dal reddito medio-normale derivanti – ad esempio – dall’andamento del ciclo economico.

$$W = R * a_{n-i}$$

In tale situazione, la difficoltà maggiore risulta essere la determinazione del numero di esercizi da prendere in considerazione; tale numero risulta essere influenzato dalla soggettività di chi esegue la procedura, il quale può far riferimento anche a documenti attestanti la presumibile interruzione dell'attività aziendale¹⁷⁶. Per depurare la soggettività di tale valore, nella pratica viene preferito l'utilizzo della rendita perpetua¹⁷⁷. Il metodo reddituale viene utilizzato prevalentemente dalle aziende con un'elevata redditività e modesta consistenza patrimoniale.

2.2.1.2 – Metodo finanziario

Il metodo finanziario più applicato nella pratica nella valutazione di aziende risulta essere il *Discounted Cash Flow Method* (già *DCF Method*); tale meccanismo consiste nel valutare il complesso aziendale come se si trattasse di un investimento, delineando i flussi di cassa (*cash flow*) prospettici. Come accade per il metodo reddituale, anche nel metodo finanziario di pone la problematica della lunghezza temporale da tenere in considerazione (potenzialmente illimitata). Per limitare l'incertezza dei dati, vengono considerati i flussi di cassa, prodotti dal complesso azienda, dei successivi quattro-cinque anni. Viene altresì considerato – nel computo – un tasso di crescita, solitamente suddiviso in due parti; nella prima solitamente più elevato, nella seconda più contenuto¹⁷⁸. Infine, viene accluso nella valutazione il c.d. valore terminale del complesso aziendale (già *terminal value*); tale valore consiste nella stima del valore residuo (terminale) dell'azienda alla fine del segmento temporale di valutazione considerato¹⁷⁹. La determinazione dei flussi di cassa può essere effettuata seguendo due percorsi alternativi:

¹⁷⁶ Come sottolinea POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 6, una azienda che lavora sotto una concessione può adoperare la scadenza di quest'ultima come data di cessazione dell'attività aziendale, e quindi di cessazione del reddito prodotto dall'impresa. Esclusivamente in tale caso è possibile far uso – con certezza assoluta – della rendita limitata, in quanto la data di cessazione aziendale non risulta probabile, bensì certa.

¹⁷⁷ Tale preferenza è determinata altresì dal fatto che, considerando un orizzonte temporale sufficientemente lungo (oltre dodici anni), il *gap* fra i risultati della rendita perpetua e della rendita limitata risulta essere esiguo.

¹⁷⁸ Si pensi alla valutazione di una *startup*: è logico considerare che i *cash flow* prodotti inizialmente siano soggetti ad una rapida crescita, per poi stabilizzarsi nel tempo.

¹⁷⁹ In altri termini, tale valore ingloba la crescita futura dell'azienda oltre il periodo temporale di valutazione preso in considerazione, consuetudinariamente adoperando un tasso di crescita *g* perpetuo.

- a) Calcolare il valore degli *asset* patrimoniali, al netto dell'indebitamento. Si determinano i c.d. flussi di cassa operativi (al lordo di oneri finanziari e variazioni dei debiti), i quali vengono sommati ed attualizzati. Questa via è conosciuta nel gergo tecnico come *Unlevered*, ed è la procedura più seguita nella realtà aziendale;
- b) Calcolare, in modo diretto, il valore del patrimonio netto aziendale, mediante il calcolo dei c.d. flussi di cassa netti, sommati ed attualizzati. Questa via è conosciuta come *Levered*;

Adoperando il metodo *Unlevered*, si giunge alla determinazione della consistenza dell'*Enterprise Value*, ovverosia del valore dell'impresa per finanziatori ed azionisti¹⁸⁰:

$$W = \sum FCFOn + Vn - D$$

laddove $FCFOn$ rappresenta il valore attuale dei flussi futuri annuali, Vn il valore attuale del *terminal value*, D la posizione finanziaria netta. La determinazione dei cash flow operativi avviene seguendo il seguente schema rigido:

+	Ricavi caratteristici monetari
(-)	Costi caratteristici monetari
=	Margine operativo lordo (Flusso di circolante della gestione corrente)
(-)	Ammortamenti e accantonamenti
=	<i>EBIT</i> (Reddito operativo)
(-)	Imposte societarie
=	<i>EBIT</i> al netto delle imposte
+	Ammortamenti e accantonamenti

¹⁸⁰ Tale metodo è connesso con la teoria di creazione del valore dell'impresa. Difatti, l'*Enterprise Value* implicitamente ammette che la crescita del valore dell'attivo di una azienda sia il principale obiettivo da perseguire.

=	Margine operativo lordo (al netto delle imposte sul reddito operativo)
$\pm \Delta$	Variazione del capitale circolante
=	Flusso di cassa della gestione corrente
\pm	Investimenti in immobilizzazioni
=	<i>Unlevered Cash Flow to the Firm (Flusso di cassa disponibile per l'impresa)</i>

Nella versione *Unlevered*, il tasso d'attualizzazione da applicare ai flussi di cassa viene determinato dal *Weighted Average Cost of Capital* (*WACC*, costo medio ponderato del capitale)¹⁸¹; esso permette di tener conto del “peso” di debito ed *equity* adoperati per il finanziamento dell'impresa¹⁸²:

$$WACC = Ke * E/D + E + Kd * (1 - t) * D/D + E$$

Dove Ke rappresenta il costo del capitale di rischio, $E/D + E$ la quota di capitale sul totale fonti ($D + E$), $Kd(1 - t)$ il costo del debito al netto della tassazione (t).
 $D/D + E$ consiste nella quota di debito sul totale fonti ($D + E$).

2.2.1.3 – Metodo patrimoniale

I metodi patrimoniali vengono adoperati nella pratica d'ogni giorno in virtù della maggiore sicurezza che offrono rispetto ai metodi reddituali e finanziari, oltre che ad una maggiore intrinseca obiettività dei dati. Ciò nonostante, la critica verso i modelli patrimoniali è tutt'altro che assente; rispetto ai due modelli precedentemente analizzati, i metodi patrimoniali soffrono di una forte staticità, oltre che di una visione disaggregata del complesso aziendale. Tale modello trova piena applicazione nella valutazione d'imprese il cui valore consiste totalmente (o in gran parte) in immobilizzazioni, vedasi le società immobiliari. Ciò nonostante, il metodo patrimoniale

¹⁸¹ Costo che l'azienda è chiamata a sostenere per raccogliere risorse finanziarie presso soci (*equity*) e terzi finanziatori (debito).

¹⁸² Il costo dell'*equity* è nettamente superiore al costo del debito. Il capitale rappresenta una risorsa più rischiosa rispetto al debito; in riferimento alla teoria della relazione rischio-rendimento, ad un maggior rischio deve essere necessariamente correlato un maggior rendimento ($\beta_e > \beta_d$). Difatti, in caso di dissesto fallimentare, gli obbligazionisti hanno priorità di reintegro del loro capitale investito rispetto ai meri azionisti.

trova pratico utilizzo in innumerevoli altri ambiti, in particolare nella valutazione di singoli cespiti¹⁸³. Nella pratica, il metodo patrimoniale consta nel ridefinire i valori degli *asset* aziendali, trasmutando i valori contabili in valori correnti, i quali possono distaccarsi, in determinati casi, nettamente dai relativi valori iscritti in bilancio¹⁸⁴.

Anche il valore delle rimanenze può essere oggetto di uno scostamento, a causa, per esempio, della presenza in giacenza di materiali obsoleti e/o non più utilizzabili¹⁸⁵.

Anche i contratti di leasing possono essere oggetto di verifiche peritali; nel caso in cui il valore attuale del debito residuo (ovverosia delle rate a scadere) risulti inferiori al valore corrente, si ha la formazione di una plusvalenza¹⁸⁶. I metodi patrimoniali complessi vengono inoltre impiegati nel momento in cui si rende necessaria la valutazione di elementi “intangibili” del patrimonio aziendale, come il *know-how* dell’impresa o di un marchio; nella maggior parte dei casi tali valori non trovano una loro consistenza all’interno del bilancio d’esercizio¹⁸⁷. La loro valutazione può essere effettuata facendo riferimento alla loro potenzialità di trasferimento; un bene immateriale per essere trasferibile deve rispecchiare, in modo contemporaneo, tre distinti requisiti¹⁸⁸:

1. Essere oggetto di un significativo flusso di investimenti;
2. Essere all’origine di benefici economici differenziali di entità apprezzabile;
3. Essere idealmente trasferibile.

Molte volte il metodo patrimoniale non risulta sufficiente per raggiungere l’efficacia, rendendo necessaria una seconda verifica reddituale¹⁸⁹. Per quanto concerne l’ambito prettamente fiscale, nel metodo patrimoniale esso viene valutato

¹⁸³ Si faccia riferimento alle operazioni di valutazione dei singoli *asset* aziendali, poste in essere dai periti durante i conferimenti o le scissioni fra società.

¹⁸⁴ Si pensi all’ambiente in cui opera l’impresa; qualsiasi evento esogeno può far variare il valore di un determinato cespite. Un improvviso crollo dei valori immobiliari porterà ad una perdita durevole di valore dell’immobilizzazione annessa e, dunque, ad un consistente scostamento fra valore contabile e valore corrente.

¹⁸⁵ In tale ambito la valutazione viene effettuata per le materie prime e le merci considerando il costo d’acquisto più recente (o, se disponibile, quelli di mercato), per i prodotti finiti i costi di produzione (se inferiori, i prezzi di vendita al netto degli oneri da sostenere).

¹⁸⁶ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, p. 25.

¹⁸⁷ Oppure – in altri casi – sono iscritti a valori non correnti, con la conseguente creazione di uno scostamento, il che rende in ogni caso necessaria la loro valutazione.

¹⁸⁸ Si fa riferimento alla teoria elaborata da BRUGGER in *Valutazione dei beni immateriali*, p. 43.

¹⁸⁹ Per maggiori approfondimenti, v. Cap. 2.2.1.4.

mediante l'onere fiscale virtualmente collegabile alle plusvalenze derivanti dalla potenziale alienazione di un cespote. Il ricorso a figure esperte del settore, conosciute sotto il nome di periti aziendali, risulta dunque essere del tutto necessario, al fine ultimo della determinazione accurata del valore economico del capitale aziendale.

2.2.1.4 – Metodi misti

In gran parte dei casi i metodi precedentemente descritti non riescono, singolarmente, a pervenire all'obiettivo finale di determinazione efficiente del valore economico del capitale aziendale. A tal scopo, è possibile trarre ogni aspetto positivo dei metodi precedenti per “fonderli” nei c.d. metodi misti, in modo da non trascurare la logica patrimoniale a discapito di quella reddituale/finanziaria e viceversa.

2.2.1.4.1 – Metodo della stima autonoma del goodwill

Il metodo della stima autonoma del *goodwill* consiste nel determinare il c.d. patrimonio netto rettificato, ovverosia il patrimonio netto considerando ed adeguando gli scostamenti fra valori contabili e valori correnti (K), a cui si somma l'avviamento, il quale consiste nel valore attuale del soprareddito medio futuro ($R - iK$)¹⁹⁰. Ovvero:

$$W = K + a_{n,i} * (R - iK)$$

Il valore K può essere, in determinati casi, rimpiazzato con il valore K' ; tale valore indica l'inclusione, oltre che del patrimonio tangibile, anche dei beni immateriali. Il tasso di capitalizzazione (i) si determina seguendo quanto previsto dal metodo reddituale; in caso di applicazione della variante includente anche i beni immateriali, si rivede al ribasso il tasso di capitalizzazione a fini prudenziali. Anche con tale metodo, si pone la problematica – comune ai metodi precedentemente oggetto d'analisi – di determinare l'orizzonte temporale di valutazione; la durata viene stabilita in correlazione alla “qualità” del reddito medio stimato, il quale – nel migliore dei casi – può essere considerata sino a dieci anni¹⁹¹. Tuttavia, nelle applicazioni pratiche, si tende a ridurre l'arco temporale osservato attorno alla fascia dei sette-otto anni; di norma, vengono attuate ulteriori riduzioni in virtù di criteri prudenziali. Il metodo della

¹⁹⁰ Ovverosia il differenziale fra il reddito medio dell'azienda da valutare e quello definibile normale, dato il settore d'appartenenza dell'azienda, ottenuto applicando al patrimonio netto rettificato il tasso espressivo di un rendimento normale (POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 32).

¹⁹¹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 34.

stima autonoma del *goodwill* è stato per anni uno dei metodi più diffusi ed impiegati nella realtà valutativa; ad oggi, trova ancora applicazione nelle operazioni che richiedono particolari stime analitiche.

2.2.1.4.2 – Metodo dell’*Economic Value Added* (EVA)

Il metodo dell’*Economic Value Added* (già EVA) si basa sulla misurazione delle performance aziendali, facendo riferimento a dati prospettici. Si tratta di un approccio *asset side*, dove il maggior valore prodotto dall’azienda si consta nello spread fra il rendimento effettivamente ottenuto (indipendentemente dalla modalità di raccolta dei fondi adoperati) ed il costo del capitale totale (indifferentemente che esso sia rappresentato da *equity* o debito)¹⁹². Il rendimento finale sarà determinato dal rapporto fra il *Net Operating Profit After Taxes* (*NOPAT*, ovverosia risultato operativo al netto delle imposte) ed il capitale operativo investito, ossia la somma fra il *capex* (capitale fisso) e capitale circolante commerciale netto:

$$r = \text{NOPAT} / CI$$

Il costo del capitale utilizzato è quello già descritto per la logica reddituale, quindi determinato in base al modello del costo medio ponderato del capitale (*WACC*). L’*Economic Value Added* – da un punto di vista meramente finanziario – sarà costituito dal rendimento finale (*r*), al netto del costo del capitale (*c*), per la somma del capitale operativo investito (*CI*). Utilizzando una visione più prospettica, si può allo stesso affermare che lo stesso valore può essere ottenuto come differenza fra il *Net Operating Profit After Taxes* ed il prodotto fra costo medio ponderato del capitale e capitale investito iniziale:

$$EVA = NOPAT - (c * CI)$$

Se si considera tale valore come l’incremento, su base annua, del valore economico del capitale aziendale, è logico desumere che la somma del capitale investito iniziale (*CI*), a cui vengono aggiunti tutti gli *EVA* futuri (preventivamente attualizzati)¹⁹³, si può ottenere il c.d. *Enterprise Value*:

¹⁹² POTITO, *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, p. 35 e ss.

¹⁹³ I quali costituiscono il c.d. *Market Value Added* (*MVA*).

$$EV = CI + MVA$$

Infine, per ottenere il valore economico del patrimonio netto (W), si sottrae dall'*Enterprise Value* i debiti finanziari netti:

$$W = EV - D$$

Al pari del metodo della stima autonoma del *goodwill*, l'arco temporale analizzato di norma non supera i sei anni, in quanto anche il metodo dell'*EVA* presenta le problematiche tipiche dei metodi finanziari.

2.2.2 – Modalità di calcolo: i metodi diretti

I metodi diretti consentono di determinare il valore economico del capitale aziendale effettuando dei raffronti con aziende operanti nel proprio settore, mediante l'analisi delle quotazioni di mercato oppure dei prezzi. La principale carenza di siffatti metodi risulta la difficoltà nella ricerca di una azienda comparabile nella vera accezione del termine, in quanto ogni azienda risulta essere unica sul mercato.

2.2.2.1 – Metodo dei multipli di mercato

I metodi dei multipli hanno avuto origine nei paesi anglosassoni, grazie alla loro incredibile semplicità. Ciò nonostante, tale semplicità viene accompagnata da una forte rischiosità, la quale si manifesta nel momento in cui si utilizzino questi multipli di mercato in modo erroneo¹⁹⁴. Quello più adoperato nella pratica è il *Price/Earning ratio* (P/E), spesso utilizzato dagli analisti per condurre analisi delle performance sulle società quotate. Tale multiplo permette di desumere il valore di una impresa facendo riferimento al suo utile d'esercizio, moltiplicandolo per il multiplo definito dal mercato. Ovvero, si rapporta il prezzo desunto dal mercato (per azione) all'utile netto (per azione). I multipli possono essere suddivisi in due grandi famiglie, essenzialmente in base al numeratore presente al rapporto:

- A. Multipli “equity side”: al numeratore del rapporto risulta essere presente il valore di mercato del capitale aziendale. Un esempio pratico è

¹⁹⁴ Come rimarca POTITO in *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 40, si trattano di meri prezzi e non di valori. I prezzi, per loro stessa costituzione, risentono di variazioni dovute all'attuale situazione dell'*environment* esterno all'impresa, le quali molto spesso sono di natura transitoria e non permanente.

rappresentato proprio dal *Price/Earning ratio*. Sono altresì conosciuti sotto il nome di “multipli di capitale”;

B. Multipli “*asset side*”: a differenza della tipologia precedente, al numeratore si trova il valore di mercato del capitale investito operativo¹⁹⁵. Esempio tangibile consiste nel rapporto fra valore di mercato del capitale investito operativo e margine operativo lordo ($EV/EBITDA$). Vengono anche definiti “multipli dell’attivo”.

Altresì, i multipli possono essere classificati in base all’arco temporale preso in considerazione dal denominatore¹⁹⁶. Nella prassi, una volta localizzato il campione di riferimento sulla base di numerose caratteristiche¹⁹⁷, i risultati ottenuti risultano essere oggetto di variazioni¹⁹⁸, ciò al fine di rendere vani gli effetti di ciclicità economica e di oneri – o proventi – straordinari, portando alla normalizzazione del valore stesso.

2.2.2.2 – Metodo delle transazioni comparabili

I multipli possono essere ottenuti facendo riferimento alle transazioni che avvengono sul mercato (c.d. *deal multiples*). Il principale vantaggio consiste nell’ottenere prezzi effettivamente adottati per imprese simili, diminuendo di gran lunga la difficoltà di ricerca del campione; tuttavia, allo stesso tempo risultano essere statici e – in particolar modo – correlati alle aspettative del mercato nei confronti del campione. Al pari dei multipli visti in precedenza, anche i *deal multiples* necessitano di rettifiche, in virtù della soggettività di ogni transazione, il cui prezzo può essere influenzato da variabili inattese.

¹⁹⁵ Consistente nella sommatoria fra valore di mercato del capitale netto e posizione finanziaria netta.

¹⁹⁶ Non è presente nella prassi una nomenclatura precisa. POTITO in *Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*, p. 43, propone una propria classificazione in *current* (ultimo bilancio), *trailing* (media dei risultati ottenuti nei dodici mesi precedenti, generalmente), *leading* (esercizio in corso, prendendo in considerazione anche i risultati attesi nei prossimi due-tre esercizi) e *forward* (di norma utilizzati per il calcolo del *terminal value* di una impresa).

¹⁹⁷ Quali la localizzazione, la dimensione, la struttura finanziaria, nonché la presenza di eventuali *intangibles* comuni.

¹⁹⁸ Se riguardano il numeratore, si tratta di multipli *adjusted*. Se riguardano il denominatore, si tratta di multipli *clean*.

Capitolo 3 – Gli effetti contabili derivanti dalla fusione

L'analisi degli effetti contabili, conseguenti una fusione, risulta essere il cuore dell'operazione straordinaria. La fusione attua un totale sconvolgimento delle situazioni contabili delle società partecipanti, le quali si troveranno ad essere conglomerate in un unico nuovo bilancio societario; in tale bilancio, generalmente *asset* e *liabilities* vengono contabilizzati ai loro valori storici¹⁹⁹. Diverse problematiche vengono al dunque, in primis la quota di spettanza, nella nuova società (o nella incorporanda – in caso di fusione per incorporazione), di ogni società coinvolta nella procedura.

3.1 – Il rapporto di cambio

Il rapporto di cambio risulta essere l'elemento chiave, dal punto di vista contabile, dell'operazione di fusione. Difatti, tale quoziente indica il rapporto – a valori unitari effettivi – delle azioni di ciascuna società coinvolta nel processo di fusione. In altri termini, tale rapporto porta alla determinazione del numero di azioni da assegnare ai soci delle società che partecipano all'operazione, le quali verranno a mancare ad atto concluso.

3.1.1 – Le modalità di determinazione

Nel caso più adoperato nella pratica – ovverosia la fusione per incorporazione – il rapporto di cambio viene definito come (considerando due società):

$$R = \frac{VEC \text{ società } B}{VEC \text{ società } A} * \frac{\# \text{ azioni società } A}{\# \text{ azioni società } B}$$

dove l'acronimo *VEC* indica il valore economico delle società partecipanti al procedimento, determinato in base ai diversi procedimenti descritti nel capitolo precedente, il cui rapporto viene moltiplicato per il quoziente del numero delle azioni in circolazione per ciascuna società coinvolta nel processo. In caso di fusione attuata mediante costituzione di una società *ex-novo*, il calcolo del rapporto di cambio

¹⁹⁹ Ovverosia ai valori iscritti nella contabilità *ex-ante* fusione, all'interno dei bilanci relativi alle società partecipanti al processo.

consisterà nel calcolare la sommatoria dei valori economici delle società partecipanti e calcolare la quota spettante della *newco*, proporzionalmente al capitale conferito nella società nascente, ripartendo successivamente fra le società coinvolte il numero delle azioni da emettere, calcolandone il rapporto con le vecchie azioni possedute. Il procedimento di calcolo potrebbe subire ulteriori complicazioni, derivanti dalla circolazione di azioni speciali, quali le azioni di risparmio²⁰⁰; sarà dunque necessario calcolare il rapporto di cambio “interno” (ovvero i pesi di ogni tipologia di azione in circolazione), e successivamente il rapporto di cambio “esterno”. Inoltre, è possibile, in determinati casi, che ad una società venga riconosciuto il c.d. premio di quotazione²⁰¹; si tratta di un valore aggiunto sull’azione, il quale deriva dalla possibilità di una maggiore negoziabilità del titolo a seguito della fusione. Una possibile modalità di calcolo di tale premio può avvenire sulla base del minor costo di raccolta di mezzi finanziari che si richiede in una società quotata²⁰² oppure in base alla presenza di particolare categorie di azioni, quali quelle provviste di una forma di garanzia (*warrants*)²⁰³. Tuttavia, tali criteri risultano essere altamente soggettivi e, di conseguenza, poco impiegati praticamente. Nelle società cooperative il rapporto di cambio viene determinato “alla pari”, ossia in base ai meri valori nominali delle azioni (o quote) delle società cooperative partecipanti alla fusione; in altri termini, non viene preso in considerazione il valore economico delle cooperative partecipanti, al fine ultimo del rispetto del vincolo di non distribuibilità delle riserve ai soci²⁰⁴. Altra precisazione in merito alle cooperative va effettuata in merito alle sue tipologie; in caso di cooperativa a mutualità non prevalente²⁰⁵, in presenza di riserve distribuibili devono essere applicate al rapporto di cambio le considerazioni proprie delle fusioni societarie, arrivando anche alla creazione di un rapporto non “alla pari”²⁰⁶. Nessuna

²⁰⁰ Azioni privilegiate sotto il punto di vista patrimoniale, per compensare la mancanza di correlati diritti amministrativi.

²⁰¹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economie delle imprese*, p. 102.

²⁰² IOVENITTI, *Fusioni tra quotate*, p. 1534 e ss.

²⁰³ GAREGNANI, *Profili di valutazione*, cap. 5-6.

²⁰⁴ CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, *La determinazione del rapporto di cambio nella fusione tra società cooperative*.

²⁰⁵ Ovvero società cooperative dove lo scopo mutualistico risulta essere minoritario rispetto ad altri scopi perseguiti dall’impresa.

²⁰⁶ CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, p. 232.

problematica si pone per le società cooperative a mutualità prevalente, per le quali il rapporto di cambio viene determinato in ogni caso “alla pari”.

3.1.1.1 – Accorgimenti propedeutici nella fusione per incorporazione

In caso di fusione per incorporazione, la incorporante dovrà porre particolare attenzione alla valutazione degli effetti post-fusione sulle quote di partecipazione societarie per evitare la perdita della quota di controllo, derivante dalla “diluizione” della propria partecipazione in favore di quella dei soci neo-entranti²⁰⁷. Per scongiurare il verificarsi di tale fenomeno, l’incorporante può attuare quattro strategie prima di procedere alla fusione²⁰⁸:

- a) Aumentare il proprio capitale sociale, in modo gratuito o a pagamento, emettendo nuove azioni;
- b) Acquisizione, da parte dei soci di maggioranza della incorporante, di azioni della stessa incorporante;
- c) Acquisire azioni della società incorporanda;
- d) Vendere azioni della società incorporanda agli azionisti di controllo²⁰⁹.

3.1.2 – Le differenze da concambio

La realizzazione di una differenza da concambio nella prassi è consuetudine; essa si manifesta nel momento in cui il capitale sociale della società risultante ed il patrimonio netto delle società fuse non risultano corrispondenti, oppure – nel caso di fusione per incorporazione – nel momento in cui l’aumento del capitale sociale, deliberato ed effettuato dall’incorporante, e la quota di patrimonio netto dell’incorporata di pertinenza dei terzi non collimano. Tali differenze vengono calcolate mediante il raffronto fra capitale sociale della società risultante dalla fusione col patrimonio netto della società fusa, oppure – nel caso di fusione per incorporazione – mediante il confronto fra aumento del capitale sociale dell’incorporante e la quota del patrimonio netto della società incorporata di proprietà di terzi. In riferimento

²⁰⁷ Post-fusione la incorporante potrebbe trovarsi con una partecipazione inferiore al 50% (in caso di fusione fra due società) e, dunque, subire le conseguenze della “scalata” dell’incorporata.

²⁰⁸ CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, p. 229.

²⁰⁹ Come proposto da SARCONE in *L’influenza delle fusioni sul potere di controllo delle società*, parte di *Rivista dei dotti commercialisti*.

all'ultimo caso, si manifesta un avanzo da concambio al verificarsi della seguente condizione:

$$(Quota del capitale di fusione non di competenza del socio di maggioranza - Aumento di capitale deliberato) > 0$$

Viceversa, si verifica un disavanzo da concambio nel momento in cui si verifica:

$$(Quota del capitale di fusione non di competenza del socio di maggioranza - Aumento di capitale deliberato) < 0$$

La differenza da concambio dovrà essere in seguito riportata nella contabilità della società incorporante²¹⁰.

3.2 – La problematica delle partecipazioni detenute: le differenze da annullamento

Essendo l'operazione di fusione attuata per ottenere il controllo totalitario, dal punto di vista sostanziale²¹¹, di una impresa, l'emersione di una differenza d'annullamento (o di partecipazione) durante il processo è del tutto probabile. Tale fatto trova piena giustificazione in quanto, nella maggior parte delle casi aziendali reali, fra le società partecipanti intercorre già un rapporto partecipativo ante-fusione. In peculiari casi, l'operazione di fusione ha – nientemeno – lo scopo di consolidare una partecipazione totalitaria²¹², mediante la “internalizzazione” degli *asset* della partecipata. In queste situazioni, sarà necessario porre fine all'esistenza della partecipazione, iscritta nel bilancio della società oggetto di acquisizione, attuando – nel contempo – un aumento di capitale sociale per il valore della partecipazione soppressa. Il caso più comune è l'emersione di una differenza avente valore positivo (c.d. avanzo da annullamento), la quale viene ad esistenza quando il valore della partecipazione – detenuta dalla società incorporante – risulta essere superiore al

²¹⁰ Per l'esemplificazione contabile, si rimanda a Cap. 3.8.

²¹¹ Infatti, il controllo totalitario da un punto di vista formale può essere conseguito senza ricorrere ad una operazione di fusione, ma bensì acquisendo una mera partecipazione di controllo.

²¹² Situazione nella quale il capitale della controllata risulta essere interamente sottoscritto dalla controllante.

patrimonio netto contabile della società incorporata²¹³. Tale differenza potrà essere impiegata per la rivalutazione di specifici *asset*; tuttavia, tale rivalutazione non può eccedere quel che è il valore di realizzo indiretto, per quanto concerne le immobilizzazioni, o il valore di realizzo diretto, per i beni ultimi destinati alla vendita²¹⁴. In determinati casi, tale differenza non potrà essere utilizzata a fini rivalutativi degli *asset*; si pensi ad un caso di acquisizione di un controllo partecipativo di un competitor. Con tutta probabilità, tale soggetto avrà posto in essere un prezzo di vendita della partecipazione più alto del suo reale valore, allo scopo ultimo di aumentare l'onerosità dell'acquisto per il diretto concorrente. In tale situazioni, la sostanza della differenza da annullamento viene meno, e sarà necessario imputare un onere straordinario nel conto economico dell'esercizio nel quale viene attuata la fusione; ovviamente, tale imputazione può essere elusa mediante l'impiego di (eventuali) riserve disponibili, nonché mediante riduzione del patrimonio netto²¹⁵. Meno frequentemente accade il caso inverso, ovvero che il valore della partecipazione sia minore del patrimonio netto contabile della incorporata; l'emersione di tale disavanzo può avvenire nei casi in cui il valore della partecipazione sottostimi il reale valore aziendale²¹⁶, oppure se vi è una sovradimensione del patrimonio netto della incorporata. In questo ultimo caso, è doveroso porre in essere delle rettifiche in diminuzione degli *asset* aziendali inglobati, ovvero rettifiche in aumento delle passività non correttamente valutate.

3.3 – La retroattività contabile

Come evidenziato precedentemente, l'articolo 2504-bis del codice civile detta che la data dalla quale la fusione diventa effettiva decorre dalla iscrizione dell'ultimo atto nel registro delle imprese, ovvero dell'atto di fusione. Tuttavia, è prevista la

²¹³ In quanto il valore della partecipazione incorpora l'avviamento societario, oltre che a tutta una serie di *intangibles*, riconosciuti al momento dell'acquisto della quota partecipativa.

²¹⁴ Il disavanzo può essere impiegato anche ai fini di salvaguardia del sistema di recupero\reintegro dei valori aziendali (ONESTI, *Alcune considerazioni sul trattamento contabile delle differenze di annullamento nelle fusioni per incorporazione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.6, 2003, p. 1292).

²¹⁵ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 128 e ss.

²¹⁶ POTITO ipotizza che tale situazione possa emergere da una mancata rivalutazione, nel corso degli anni, del prezzo d'acquisto, creando un considerevole *gap* fra valore aziendale e valore della partecipazione in questione. In tal caso, la differenza va imputata a riserva di capitale.

possibilità di retrodatare gli effetti della fusione²¹⁷, entro predeterminati limiti. Essi riguardano:

- a) Data a decorrere dalla quale le azioni (o quote) derivanti dalla fusione partecipino effettivamente agli utili societari;
- b) Data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti all'operazione di fusione sono imputate a bilancio della società incorporante, ovvero di quella risultante dalla fusione.

Da tenere in considerazione – simultaneamente – gli effetti fiscali derivanti; l'atto di fusione può stabilire che, ai fini delle imposte dirette, gli effetti della fusione decorrono da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ogni società fusa o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante²¹⁸.

3.4 – Il bilancio di chiusura

Il bilancio di chiusura consiste in un conglomerato di documenti, resi necessari al fine di poter rendere attuabile l'operazione di fusione. Tali documenti sono diretti a fornire una rappresentazione della situazione contabile di ogni società partecipante alla data immediatamente precedente a quella in cui la fusione ha effetto, allo scopo ultimo di verificare l'esistenza di utili in corso²¹⁹. La redazione del bilancio di chiusura deve avvenire obbligatoriamente con i medesimi criteri di valutazione del bilancio d'esercizio ordinario, perseguito – inoltre – la medesima struttura. L'approvazione dei documenti in questione dovrà essere rimessa ai soci; in caso di presenza di un sistema d'amministrazione di tipo dualistico, l'approvazione dovrà essere estesa anche al consiglio di sorveglianza. Gli stessi soci sono altresì chiamati alla decisione sulla destinazione sul rateo maturato degli utili in corso, sviluppatisi dal primo gennaio sino alla data di attuazione della fusione. Diversi esponenti sono concordi sulla insussistenza di obblighi pubblicitari; questo poiché il bilancio di chiusura, a differenza di quello d'esercizio, non adempie alla (tipica) funzione informativa nei confronti dei

²¹⁷ Art. 2504-ter codice civile

²¹⁸ Art. 172, 9° comma, T.U.I.R.

²¹⁹ MAGLIULO, *La fusione delle società*, p. 475 e ss.

terzi, ma bensì risulta essere riferito alla mera ripartizione dei risultati del periodo interinale²²⁰.

3.4.1 – Casistiche di non necessità del bilancio di chiusura

La redazione del bilancio di chiusura non risulta essere necessaria nel momento in cui vengano meno le ragioni che spingono alla redazione del medesimo; esempio lampante è in caso di utilizzo della retroattività contabile, la quale permette di annullare – in modo totalitario – il rischio di variazione del rapporto di cambio fra data di decisione in merito alla fusione e sua effettiva attuazione²²¹.

3.5 – Il bilancio d'apertura

Sino all'avvento della riforma del diritto societario, il bilancio d'apertura non era annoverato in alcun articolo civilistico²²². Tale documento risulta, ciò nonostante, essere primario, in quanto dà conformazione contabile alla società generata a seguito dell'intera operazione di fusione, che ha portato alla necessità della sua obbligatoria redazione per attuare una *reductio ad unitatem* anche dal punto di vista contabile²²³. Nel bilancio d'apertura le attività e le passività vengono iscritte ai valori risultati dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima²²⁴; essa è la trasposizione pratica del principio della continuità dei valori contabili²²⁵. Ne consegue che anche il bilancio d'apertura è soggetto alle norme civilistiche in merito alla continuità dei criteri redazionali dello stesso, previsti per i bilanci ordinari al sesto comma dell'art. 2423-bis del codice²²⁶. Inoltre, se la società incorporante possiede

²²⁰ Tesi condivisa da SANTAGATA, che in *Le Fusioni*, p. 572, afferma che l'approvazione spetta all'assemblea della incorporante ove il progetto di fusione preveda la retroattività contabile ovvero il rapporto di cambio sia stato determinato tenendo conto anche della proiezione reddituale della società fondente.

²²¹ SALVATO, *Le operazioni di fusione e scissione*, p. 648.

²²² A seguito di tale riforma, è stata introdotta la disciplina del primo bilancio post fusione, colmando solo parzialmente le lacune normative in tal ambito. Precedentemente, erano sorti diversi dibattiti circa i criteri di redazione del bilancio d'apertura, in quanto lasciato alla libera discrezionalità dei soggetti (NOTARI, *Appunti sull'iscrizione dei beni nell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, p. 1375 e ss.)

²²³ MAGLIULO, *La fusione delle società*, p. 481 e ss.

²²⁴ Art. 2504-bis c.c.

²²⁵ GENOVESE, *Fusioni e scissioni*, p. 361.

²²⁶ Secondo L.A. BIANCHI, in *Commento all'art. 2404-bis*, p. 892 e s., il principio di continuità non deve essere inteso in senso assoluto, in quanto la fusione è caratterizzata da una forte complessità, rendendo del tutto necessario il ricorso a rettifiche. Esempio lampante risulta essere la rivalutazione degli *asset* derivanti dalla perizia di stima. Essendo l'obiettivo primario del principio di continuità quello di garantire l'omogeneità fra i bilanci, risulta del tutto giustificata l'operazione di rettifiche e rivalutazioni.

azioni quotate nei mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante, a prescindere dalla qualifica che rivesta la società incorporata²²⁷ – ovvero faccia riscorso al mercato del capitale di rischio – è necessario allegare alla nota integrativa i prospetti contabili indicanti i valori attribuiti ad attività e passività delle società partecipanti all’operazione di fusione, allegando la relazione di cui all’art. 2501-*sexies*²²⁸.

3.5.1 – Approvazione e pubblicità del bilancio di apertura

Come evidenziato in precedenza per il bilancio di chiusura, anche il bilancio di apertura ha natura prettamente tecnica, differentemente della natura informativa del bilancio ordinario d’esercizio. Per tale motivo, il bilancio d’apertura – al pari del bilancio consolidato di gruppo – non è soggetto all’approvazione dell’assemblea²²⁹. Tuttavia, esso deve essere redatto dall’organo amministrativo dell’incorporante (nella fusione per incorporazione) e – a seconda del caso specifico – posto al controllo delle società di revisione, revisore contabile o collegio sindacale²³⁰. Ciò nonostante, in virtù di quanto esposto precedentemente, tale controllo deve limitarsi al generico controllo previsto dall’art. 2409-*terdecies* lett. c) e al primo comma dell’art. 2403 del codice civile, relativo all’adeguatezza dell’assetto contabile della società²³¹.

3.6 – I profili contabili della fusione inversa

A differenza di quanto accade con le fusioni dirette, in cui l’incorporante – unico socio dell’incorporata – deve, a fronte dell’acquisizione degli elementi patrimoniali della partecipata, annullare la partecipazione senza procedere all’esecuzione di alcun concambio, nella fusione inversa i soci dell’incorporata – anche nel caso in cui essa fosse socio unico della incorporante – hanno pieno diritto ad ottenere quote o azioni della incorporante, le quali sostituiranno quelle (annulate) della incorporata²³². Il legame partecipativo che intercorre fra incorporante e incorporata è proprio l’elemento caratteristico di questa tipologia di fusione, con la conseguenziale creazione

²²⁷ CARATOZZOLO, *I criteri di formazione del primo bilancio post fusione*, cit., p. 1465.

²²⁸ Art. 2504-bis, quarto comma, c.c.

²²⁹ VICARI, *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo d'annullamento e da con cambio nella fusione*, p. 1461.

²³⁰ Artt. 24, 41 d.lgs. 9/04/1991 n. 127.

²³¹ MAGLIULO, *La fusione della società*, cit., p. 485.

²³² PEROTTA, *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, cit., p. 20 e s.

della problematica appena sopra delineata. Nella maggior parte dei casi, l'incorporanda possiede l'intero capitale dell'incorporante. Tale tipologia di fusione è altresì definita "rovesciata"²³³. In tal caso, la delineazione del rapporto di cambio non risulta più necessaria, in quanto non figurano soci terzi proprietari di porzioni d'*equity* dell'incorporante. Le azioni proprie, risultati post-fusione, dovranno essere poi annullate²³⁴.

3.6.1 – Contabilizzazione della fusione inversa secondo l'OIC n. 4

Il principio contabile nazionale OIC n. 4 delinea una specifica modalità attuativa per la fusione inversa, poggiando le proprie fondamenta sul principio di prevalenza della sostanza sulla forma. Il tutto si basa sull'operazione di diverse rettifiche alle differenze emerse post-fusione, utilizzando in contropartita il patrimonio netto. Lo scopo ultimo è quello di ricostruire, nella miglior maniera possibile, una situazione identica a quella che si otterrebbe con una fusione tradizionale, con evidenziazione del (possibile) disavanzo e del suo utilizzo, solitamente a fini rivalutativi degli *asset*²³⁵. Tale modalità viene – altresì – fortemente raccomandata nel caso che l'incorporata possegga la totalità del capitale dell'incorporante, che di fatto risulta essere la circostanza più comune nella operatività aziendale. Tuttavia, diversi esponenti risultano essere del tutto scettici riguardo quanto stabilito dal documento OIC in esame²³⁶, il quale si limita a esemplificare una situazione "standard" di fusione inversa²³⁷, suggerendone l'applicazione anche a casi più complessi. In quest'ultimi casi, tuttavia, la complessità arriva – in gran parte delle occasioni – a coinvolgere conti di capitale, portando all'elusione del principio della chiarezza, creando più contro che pro²³⁸.

²³³ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit., p. 161 e ss.

²³⁴ In alternativa, è possibile costituire una riserva indisponibile di pari importo, in quanto reso possibile dalla interpretazione comune dell'art. 2357-ter del codice civilistico. Tale possibilità non è attuabile se l'incorporante risulta essere una società con *equity* non rappresentato da azioni.

²³⁵ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 169.

²³⁶ PEROTTA, *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, p. 133 e ss.

²³⁷ L'unico caso enunciato nel documento OIC è quello con ipotesi di partecipazione totalitaria detenuta (ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *OIC n.4 Gennaio 2007*, p. 36).

²³⁸ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 170.

3.6.2 – La reverse acquisition dell'IFRS 3

Sebbene venga definita come la “ *fusione inversa internazionale*”, la c.d. “*reverse acquisition*” contemplata dall'*International Financial Reporting Standard 3* risulta essere del tutto differente. Essa si manifesta nel momento in cui l’acquirente legale differisce da quello considerato acquirente ai fini della contabilizzazione dell’operazione secondo quanto previsto dall’IFRS 3, cioè da chi acquisisce – in sostanza – il controllo²³⁹; si ha tale situazione quando un’incorporante, a causa del rapporto di cambio prefissato, necessita d’effettuare un aumento di capitale in misura superiore al capitale preesistente. Di conseguenza, i soci dell’incorporata si trovano ad assumere essi stessi il controllo della società risultante dall’operazione di fusione. Il patrimonio dell’acquirente legale – ovverosia dell’incorporante – viene rivalutato al *fair value*, mentre il “*prezzo*”²⁴⁰ di cessione viene rivalutato al *fair value* delle azioni, o quote, che l’incorporata avrebbe dovuto emettere, per un totale pari al capitale che essi si ritrovano a possedere nella società *ex-post* fusione nell’ipotesi in cui l’operazione si fosse svolta all’inverso. Ovviamente, le azioni proprie che ancora figurano in bilancio dell’incorporante devono necessariamente essere portate a deduzione del patrimonio netto²⁴¹.

3.7 – Contabilizzazione secondo i principi contabili internazionali

Le fusioni – sempre più ricorrenti – fra società dislocate in diversi stati, rende doverosa l’analisi della contabilizzazione dell’operazione anche sotto il punto di vista internazionale, ovvero secondo quanto statuito dai principi contabili internazionali IAS. La procedura prevede – innanzitutto – l’identificazione delle figure dei soggetti acquirente²⁴² e acquisito; difatti, l’operazione viene vista sempre e comunque sotto il punto di vista del primo soggetto (non a caso, il metodo è conosciuto sotto il nome di *acquisition method*). In caso di complicazioni circa l’individuazione del soggetto

²³⁹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, cit., p. 170 e s..

²⁴⁰ Il “*prezzo*” di cessione potrebbe consistere non solo in liquidità, ma anche nella cessione di specifici *asset*, motivo per il quale sarebbe più corretto definirla come onerosità di cessione.

²⁴¹ In ottemperanza allo IAS n. 32, il quale stabilisce che l’acquisto e la vendita di tali azioni costituiscono delle variazioni del patrimonio netto. Nel prospetto patrimoniale previsto in ambito internazionale, difatti, le azioni proprie figurano come componente negativo del capitale emesso.

²⁴² Nello specifico, tale soggetto risulta essere l’entità economica – sia essa fisica o giuridica – che ottiene, di fatto, il controllo sull’azienda oggetto d’acquisizione.

acquirente, si considererà tale l'entità con un *fair value* più elevato, ovvero quella in grado di assumere un ruolo preminente rispetto agli altri soggetti²⁴³. Dopodiché, risulta essere necessario definire la data dell'acquisizione; essa coincide con la data con cui si assume – in modo pieno e definitivo – il controllo dell'azienda acquisita. Non necessariamente tale data coincide con quella di *closing*; non sono rare le situazioni nelle quali viene contrattualmente stabilito che il “passaggio di consegne” sia differito o anticipato di un giorno rispetto alla acquisizione effettiva. Terzo *step* sarà quello di definire *asset* e *liabilities* patrimoniali, ovvero individuarne la consistenza alla data di acquisizione²⁴⁴. La valutazione degli elementi – ai sensi dei principi contabili internazionali – avviene al *fair value*²⁴⁵; anche le passività potenziali risultano essere annesse²⁴⁶, limitandosi tuttavia a quelle correlate ad eventi antecedenti e stimabili in modo attendibile. La misurazione degli elementi intangibili del patrimonio (c.d. *intangibles*) avviene secondo diverse metodologie, come²⁴⁷:

- Metodologie basate sul costo, solitamente quello di rimpiazzo;
- Metodologie basate sulle transazioni di mercato, a patto che esista un mercato dell'elemento oggetto di misurazione;
- Metodologie basate sulla logica di capitalizzazione di flussi finanziari o reddituali futuri, attualizzandoli a tassi ponderati per la rischiosità dell'*intangibles* stesso.

In caso di controllo non totalitario, è necessario considerare il c.d. *non-controlling interest*, ovvero stimare la quota di patrimonio netto che spetterà alla minoranza societaria. Passaggio successivo consiste nella determinazione del corrispettivo riconosciuto al cedente; nelle operazione di fusione, generalmente tale corrispettivo

²⁴³ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 138 e s.

²⁴⁴ Ivi inclusi i c.d. *intangibles*, ovvero elementi che non trovano collocazione negli schemi patrimoniali, ma che potrebbero portare alla creazione di vantaggio competitivo post-acquisizione. Non esistono linee ufficiali per la loro valutazione. Devono – tuttavia – coesistere due specifiche condizioni:

a) Devono essere separabili dall'entità economica d'origine;
b) Devono derivare da diritti contrattuali, anche se non trasferibili o separabili, come marchi o segreti di fabbricazione.

²⁴⁵ Eccetto le *stock options*, le imposte differite ed eventuali benefici destinati ai dipendenti.

²⁴⁶ Ivi incluse quelle non probabili. Tale regola risulta essere una eccezione di quanto stabilito dal principio contabile internazionale IAS n. 37.

²⁴⁷ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 141 e s.

consiste nell'emissione di nuove azioni (o quote). In tale importo viene incluso il c.d. *contingent consideration*, ovvero il corrispettivo regolato in modo differito e non contestuale; risultano essere esclusi – piuttosto – i costi accessori dell'operazione²⁴⁸, così come gli (eventuali) premi spettanti al cedente al raggiungimento di determinati obiettivi, i quali andranno a dare forma ad una voce di costo nel conto economico. Al termine, si procede alla rilevazione del *gain from a bargain purchase*, ovvero del *goodwill*. Consiste nell'individuare la differenza fra due aggregati²⁴⁹:

- a) Sommatoria di corrispettivo riconosciuto al cedente, valore dell'interesse di minoranza (*non-controlling interest*), *fair value* rideterminato di quote non di controllo dell'acquisita già in possesso dell'acquirente (nell'ipotesi d'acquisto in più stadi);
- b) Valore dell'attivo netto acquisito, rilevato e valutato.

Se emerge un'eccedenza della sommatoria sul valore dell'attivo netto acquisito, allora si rileva – nella contabilità dell'acquirente – un *goodwill*. Viceversa, si procede alla contabilizzazione del *gain on a bargain purchase* (letteralmente “derivante da un buon affare”), imputandolo come provento straordinario nel conto economico²⁵⁰.

3.7.1 – *Goodwill* e ammortamento

Secondo quanto previsto dai principi contabili internazionali, il *goodwill* non è ammortizzabile²⁵¹. Solitamente il suo valore viene valutato – a cadenza annuale – mediante un *impairment test* (letteralmente “test di deterioramento”), attraverso un raffronto fra *recoverable amount*²⁵² e valore contabilizzato. In caso di individuazione di una perdita, essa viene ascritta ad una voce di costo del conto economico²⁵³. In sostanza, il *goodwill* altro non è che una forma di avviamento peculiare, il che ha portato all'apertura di diversi dibattiti circa la sua inammissibilità ad ammortamento.

²⁴⁸ A titolo meramente esemplificativo, i costi legati alla *Due diligence review*.

²⁴⁹ POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, p. 143.

²⁵⁰ Tale situazione potrebbe verificarsi a seguito – ad esempio – di una vendita forzata.

²⁵¹ Principio contabile internazionale IAS n. 38.

²⁵² Si intende il c.d. “valore recuperabile”, ottenuto come il maggiore fra valore d’uso e *fair value*, quest’ultimo al netto dei costi di dismissione.

²⁵³ Secondo quanto stabilito dal principio contabile internazionale IAS n. 36. A differenza degli altri elementi patrimoniali, nel caso in cui vengano meno i motivi della svalutazione non sarà possibile effettuare un ripristino di valore.

3.8 – Esemplificazione contabile di fusione per incorporazione

La società industriale Alpha S.p.A. è prossima all'attuazione della fusione per incorporazione della Beta S.p.A. Tale decisione, deliberata in sede dell'ultimo Consiglio d'amministrazione della Alpha, trova fondamento nell'attuazione della strategia di corporate mediante crescita orizzontale, concretizzata attraverso l'inglobamento di un diretto competitor operante nel medesimo settore. La Beta S.p.A. gode di un processo produttivo distintivo e non riproducibile²⁵⁴; a fusione effettuata, sarà possibile applicare tale tecnologia produttiva altresì ai lotti produttivi della ns. Società e – di conseguenza – sfruttare i benefici del vantaggio competitivo.

3.8.1 – Prospetti contabili societari e operazioni preliminari alla contabilità

Di seguito si rendono noti i prospetti patrimoniali delle società Beta ed Alpha:

Alpha S.p.A. ²⁵⁵ – Stato patrimoniale ex-ante			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni nette	€ 3.500	Capitale sociale	€ 1.500
Partecipazione “Beta S.p.a.”	€ 800	Riserve	€ 1.000
Attivo circolante	€ 6.400	Debiti	€ 8.200
<i>Totale a pareggio</i>	€ 10.700	<i>Totale a pareggio</i>	€ 10.700

Beta S.p.A. ²⁵⁶ – Stato patrimoniale ex-ante			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni nette	€ 2.200	Capitale sociale	€ 500
Attivo circolante	€ 5.300	Riserve	€ 1.200
		Debiti diversi	€ 5.800
<i>Totale a pareggio</i>	€ 7.500	<i>Totale a pareggio</i>	€ 7.500

²⁵⁴ Si ipotizza che il processo produttivo sia stato oggetto di brevetto, con impossibilità d'erogazione di una licenza d'uso. L'unico metodo per rendere possibile lo sfruttamento di tale processo risulta essere – evidentemente – l'acquisizione dell'intero *corpus* aziendale, mediante l'operazione di fusione per incorporazione.

²⁵⁵ Società incorporante.

²⁵⁶ Società incorporata.

Inoltre, il valore economico del capitale della società Alpha è stato stimato – facendo uso dei metodi reddituali, finanziari e patrimoniali – in Euro 6.000, mentre quello della Beta è stato quantificato in Euro 1.500.

Come evidenziato dai prospetti, esiste un legame preesistente fra le due società, generato dal rapporto partecipativo di Beta posseduto dalla società Alpha. Tale legame dovrà essere soppresso *ex-post*, per evitare d'incorrere nel possesso di proprie azioni.

Preliminamente, sarà necessario calcolare il valore economico del capitale unitario di ogni società coinvolta nel processo; esso può essere ottenuto rapportando il valore economico del capitale col numero di azioni in circolazione²⁵⁷. Indi:

$$vec_{Beta\ S.p.A.} = €\ 4000 / 500 = 8$$

$$vec_{Alpha\ S.p.A.} = €\ 6000 / 1500 = 4$$

Rapportando i valori economici del capitali unitari di incorporata ed incorporante si ottiene il rapporto di concambio:

$$Rapporto\ di\ concambio = 8 / 4 = 2$$

Tale valore indica che ad ogni due azioni della società Alpha corrisponde una azione della società Beta. Dopodiché, la società incorporante (in questo caso, la Alpha S.p.A.) dovrà porre in essere un aumento del capitale sociale, in misura corrispondente alla quota di capitale della incorporata ancora non sottoscritta dalla incorporante²⁵⁸, moltiplicata per il rapporto di concambio quantificato precedentemente. Pertanto:

$$Aumento\ di\ capitale\ deliberato = (€\ 500 * 10%) * 2 = €\ 100$$

Sarà poi necessario calcolare il c.d. capitale di fusione, determinato dalla sommatoria di capitale sociale e riserve della società incorporata. Facendo riferimento ai prospetti patrimoniali a disposizione, si evince che:

²⁵⁷ Nel caso esemplificativo in esame, vengono considerate azioni con valore nominale pari ad Euro 1,00. Altresì viene ipotizzata la circolazione di sole azioni ordinarie.

²⁵⁸ Tale valore può essere ottenuto mediante l'utilizzo della seguente formula:
*Capitale dell'incorporata * % del capitale dell'incorporata non attualmente detenuta dall'incorporante.*

$$\text{Capitale di fusione} = € 500 + € 1.200 = € 1.700$$

Si potrà ora procedere alla quantificazione della differenza da annullamento. Essa sarà costituita dal capitale di fusione, ponderato con la percentuale del capitale detenuto dalla incorporante²⁵⁹, al netto del valore della partecipazione posseduta dalla stessa società incorporante. Quindi:

$$\text{Differenza da annullamento} = (€ 1.700 * 90\%) - € 800 = € 730$$

Tale valore risulta essere positivo, quindi ci si trova dinanzi ad un c.d. avanzo da annullamento. Sudetto valore troverà collocazione nella contabilità della società incorporante, figurando nel passivo dello stato patrimoniale.

Risolta la problematica partecipazione, è ora necessario spostare l'attenzione sulla determinazione della differenza da concambio. Tale valore sarà composto dalla quota del capitale di fusione – già calcolata dapprima – non di competenza del socio di maggioranza²⁶⁰, al netto dell'aumento di capitale deliberato – anch'esso calcolato precedentemente. Dunque:

$$\text{Differenza da concambio} = (€ 1.700 * 10\%) - € 100 = € 70$$

Il valore è positivo, dunque ci si trova di fronte ad un c.d. avanzo da concambio. Tale valore – alla stregua dell'avanzo da annullamento – figurerà nel passivo dello stato patrimoniale della società incorporante.

3.8.2 – Scritture contabili della società incorporata

È ora possibile procedere alla redazione delle scritture contabili. Per quanto concerne la società incorporata (la Beta S.p.A., nel caso in esame), l'operatività contabile può essere suddivisa in quattro step:

1. Storno del capitale, traslandolo nel conto (transitorio)²⁶¹ “Capitale di fusione”:

²⁵⁹ Tale valore è derivato dalla seguente formula: $\text{Capitale di fusione} * \% \text{ del capitale dell'incorporata attualmente detenuta dall'incorporante}$.

²⁶⁰ Il valore viene ricavato attraverso la seguente formula: $\text{Capitale di fusione} * \% \text{ del capitale dell'incorporata non attualmente detenuta dall'incorporante}$.

²⁶¹ Così definito in quanto – al termine della stesura della contabilità dell'incorporata – tale mastrino non troverà mai registrazione nella contabilità dell'incorporante.

Libro giornale “Beta S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Capitale sociale</i>	500	
<i>Riserve</i>	1200	
<i>Capitale di fusione</i>		1700

2. Storno degli *asset*, girandoli al conto “Beta S.p.A. c/apporto”:

Libro giornale “Beta S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Beta S.p.A. c/apporto</i>	7500	
<i>Immobilizzazioni (Beta S.p.A.)</i>		2200
<i>Attivo circolante (Beta S.p.A.)</i>		5300

3. Storno delle passività, la cui sommatoria figurerà nel conto “Beta S.p.A. c/apporto”:

Libro giornale “Beta S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Debiti (Beta S.p.A.)</i>	5800	
<i>Beta S.p.A. c/apporto</i>		5800

4. Chiusura del conto “Capitale di fusione”, il cui saldo viene girato al conto “Beta S.p.A. c/apporto”:

Libro giornale “Beta S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Capitale di fusione</i>	1700	
<i>Beta S.p.A. c/apporto</i>		1700

Il saldo residuo del conto “Beta S.p.A. c/apporto” riepiloga tutti gli elementi patrimoniali della Beta S.p.A. oggetto di trasferimento verso la Alpha S.p.A. Difatti, risulta essere l’unico conto di “collegamento” fra le contabilità delle due società.

3.8.3 – Scritture contabili della società incorporante

La contabilità dell’incorporante (Alpha S.p.A.) incorporerà l’universalità del patrimonio dell’incorporata trasferito, accludendo – altresì – le (eventuali) differenze da concambio e da annullamento, oltre all’aumento di capitale deliberato (anch’esso eventuale²⁶²). Generalizzando, le operazioni da eseguire – dal punto di vista contabile – dall’incorporante possono essere riassunte in due macro-stadi:

- Contabilizzazione delle differenze da annullamento e\o da concambio²⁶³, dell’aumento di capitale e storno della partecipazione detenuta²⁶⁴:

Libro giornale “Alpha S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Beta S.p.A. c/apporto</i>	1700	
<i>Aumento di capitale</i>		100
<i>Avanzo da concambio</i>		70
<i>Avanzo da annullamento</i>		730
<i>Partecipazione “Beta S.p.A.”</i>		800

- Rientro degli elementi patrimoniali dell’incorporata, decurtando il saldo del conto “Beta S.p.A. c/apporto”²⁶⁵:

Libro giornale “Alpha S.p.A.”		
	Dare	Avere
<i>Immobilizzazioni (Beta S.p.A.)</i>	2200	
<i>Attivo circolante (Beta S.p.A.)</i>	5300	
<i>Debiti diversi (Beta S.p.A.)</i>		5800
<i>Beta S.p.A. c/apporto</i>		1700

²⁶² In una fusione totalitaria – ad esempio – non figurerà alcuna differenza da concambio.

²⁶³ Nel caso in esame, figurano due avanzi. In presenza di un disavanzo – di qualsivoglia tipologia – la contabilizzazione deve avvenire specchiata, con i disavanzi che figureranno in dare anziché in avere.

²⁶⁴ Da effettuare nel momento in cui vi è la presenza di un rapporto partecipativo *ex-ante* fra le società coinvolte, come nel caso esemplificato.

²⁶⁵ Al termine di queste scritture, il saldo del conto “Beta S.p.A. c/apporto” dovrà essere necessariamente pari a zero.

3.8.4 – Prospetto patrimoniale conclusivo

Terminate le scritture contabili di incorporata e incorporante, è possibile redigere lo stato patrimoniale *ex-post* operazione:

Alpha S.p.A. – Stato patrimoniale <i>ex-post</i>			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni nette	€ 5.700	Capitale sociale	€ 1.600
Partecipazione “Beta S.p.a.”	€ Ø ²⁶⁶	Riserve	€ 1.000
Attivo circolante	€ 11.700	Avanzo da fusione ²⁶⁷	€ 800
		Debiti	€ 8.200
		Debiti diversi	€ 5.800
<i>Totale a pareggio</i>	€ 17.400	<i>Totale a pareggio</i>	€ 17.400

Come si può evincere dal prospetto soprastante, l'intero patrimonio della società Beta S.p.A. è stato trasferito alla società incorporante, la Alpha S.p.A. Gli avanzi da annullamento e da concambio figurano nel passivo dello stato patrimoniale. Altra connotazione – rispetto al prospetto *ex-ante* – è la non presenza della partecipazione precedentemente detenuta, oggetto di annullamento durante lo svolgersi della fusione. Per quanto concerne l'incorporata Beta S.p.A., essa viene a mancare come soggetto giuridico autonomo²⁶⁸, proseguendo la sua esistenza – tanto più la sua attività aziendale – nella società incorporante, la Alpha S.p.A.

²⁶⁶ Il saldo di tale conto risulta essere pari a zero in quanto la partecipazione è stata annullata.

²⁶⁷ Annette – all'intero di un conto unificato – sia gli avanzi da concambio che di annullamento.

²⁶⁸ Tale evento si verifica al momento della cancellazione della società dal registro delle imprese.

Capitolo 4 – Casi aziendali

A coronamento dell’intera analisi della normativa annessa alle fusioni societarie, delle varie modalità di determinazione del valore economico del capitale aziendale nonché degli effetti contabili derivanti, verranno presi in analisi dei casi scaturenti dalla reale attività aziendale, allo scopo di dare “forma” ai concetti teorici esposti in precedenza.

4.1 – La fusione per incorporazione della Interporti Lombardi S.p.A. nella Ferrovie Nord Milano S.p.A.

La Ferrovie Nord Milano S.p.A. (già FNM S.p.A.) rappresenta il principale gruppo di trasporto nell’area lombarda, nonché leader nel settore privato italiano, la cui quota di maggioranza (57,57%) risulta essere detenuta dalla Regione Lombardia²⁶⁹. Da numerosi anni la società ha come obiettivo la riallocazione delle competenze e delle attività tra le diverse società che ne fanno parte²⁷⁰, che ha altresì portato – nel corso degli anni – all’allargamento del business di FNM, mediante la costituzione nel 2003 di Nord Energia. Nel 2008 il management spinge per una maggiore concentrazione sul *core business*, portando all’attuazione – nello stesso anno – della fusione per incorporazione della Interporti Lombardi S.p.A., interamente posseduta dalla FNM²⁷¹.

4.1.1 – Motivazioni sottostanti all’operazione

Le motivazioni sottostanti alla fusione per incorporazione della Interporti Lombardi risiede principalmente nell’obiettivo di semplificazione della struttura societaria, intesa sia in termini di attività svolta, nonché come costi di struttura pertinenti. Tali motivazioni possono essere sintetizzate nei punti che seguono:

1. Raggiungimento dell’oggetto sociale: l’oggetto sociale della Interporti Lombardi consisteva nell’operazione di alienazione delle partecipazioni e la residua attività non giustifica il mantenimento di una società a sé stante;

²⁶⁹ FNM Group, *Chi siamo*, http://www.fnmgroup.it/chi_siamo/profilo.php.

²⁷⁰ Interporti Lombardi S.p.A., *Relazione dell’amministratore unico sul progetto di fusione per incorporazione*, p. 5.

²⁷¹ Trattasi – dunque – di una c.d. fusione totalitaria.

2. Trasferimento del know-how: mediante la fusione per incorporazione viene reso possibile il trasferimento del capitale intellettuale in modo pieno;
3. Razionalizzazione dei costi di struttura: nel lungo termine.
4. Creazione di un avanzo da fusione: attuando l'operazione di incorporazione, si genera un avanzo da fusione, andando ad incrementare il patrimonio netto della società incorporante;

4.1.2 – Informativa prodotta per azionisti e creditori sociali

Ai sensi dell'articolo 70, comma 4, del Regolamento Emittenti, non è stato predisposto alcun documento informativo, in quanto la proposta di fusione per incorporazione non supera i parametri di significatività stabiliti dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa²⁷². Altresì non è stata prodotta l'informativa prevista all'articolo 71-bis dello stesso Regolamento Emittenti, in quanto la fusione non determina effetti pregiudizievoli sulla salvaguardia del patrimonio aziendale, ovvero sulla completezza delle informazioni relativa alla società quotata FNM S.p.A²⁷³. La relazione degli esperti non è stata prodotta, in quanto la FNM S.p.A. – ovverosia la società incorporante – detiene la totalità del capitale sociale della incorporata Interporti Lombardi S.p.A²⁷⁴. La fusione aumenterà – al contempo – la tutela per i creditori sociali, grazie all'esistenza di numerosi crediti civilistici. Data l'inesistenza di patti parasociali, non si manifesterà alcun effetto descritto dall'articolo 122 del Testo Unico. Non è previsto alcun trattamento a favore degli amministratori o a particolare categorie di soci. Verranno – inoltre – lasciati inalterati i rapporti partecipativi, in quanto non vi sarà alcuna emissione di nuove azioni. Infine, lo statuto della FNM S.p.A. non subirà alcuna modifica²⁷⁵, in quanto ritenute non necessarie, trovandosi in una configurazione di fusione diretta (totalitaria).

²⁷² In quanto non vi sarà alcun aumento di capitale da attuare, essendo la fusione totalitaria.

²⁷³ Attualmente (2015) tale requisito non è più richiesto, essendo stato abrogato l'articolo di riferimento mediante la delibera n. 17221 del 12/3/2010.

²⁷⁴ Ai sensi dell'art. 2505 c.c.

²⁷⁵ Salvo l'articolo riguardante il valore del capitale sociale e del numero delle azioni e l'introduzione di una remunerazione per incarichi speciali assegnati agli amministratori, il cui valore sarà determinato dal collegio sindacale.

4.1.3 – Rapporto di cambio, effetti giuridici e contabili

Non essendo richiesto alcun aumento di capitale, non vi è la necessità di formulare un rapporto di cambio. L'efficacia giuridica della fusione si manifesterà nel momento in cui sarà eseguita – nel Registro delle imprese – l'ultima iscrizione di quelle previste dall'art. 2504, o in un momento successivo comunque definito all'interno dell'atto di fusione. A partire da tale data, la FNM S.p.A. subentrerà in tutti i rapporti giuridici, sia attivi che passivi, della estinta Interporti Lombardi S.p.A. Le operazioni contabili della Interporti Lombardi S.p.A. verranno imputate al bilancio della incorporante dal 1° gennaio 2008, termine più conveniente per la maggior retrodatazione degli effetti ai fini delle imposte sui redditi²⁷⁶. L'operazione di retrodatazione risulta essere del tutto lecita, in quanto le fusioni per incorporazioni non possono essere inquadrata nell'ottica di *business combinations* avvalorate dall'IFRS 3. I criteri di contabilizzazione delle poste dovranno essere mirate ad assicurare la continuità dei valori di bilancio. I valori di bilancio utilizzati per la fusione saranno quelli del bilancio chiuso al 31/12/2007²⁷⁷. Nell'attivo patrimoniale della FNM S.p.A. figura una partecipazione della incorporata Interporti Lombardi pari ad € 500.000 (100% del capitale sociale), a fronte del patrimonio netto di quest'ultima di € 665.153. Si genera – dunque – un avanzo di fusione pari ad € 165.153, da iscriversi alla apposita voce di patrimonio netto all'interno dello stato patrimoniale di FNM S.p.A.

4.1.4 – Effetti fiscali

Ai sensi della normativa civilistica, l'operazione non costituirà realizzo né distribuzione di plus o minusvalenze, né in capo alle società coinvolte né in capo ai soci connessi. Difatti, nella determinazione del reddito tassabile non verrà ad esso imputato l'avanzo di fusione generato dalla stessa. Data l'assenza di perdite fiscali nella società incorporata, non trova applicazione il settimo comma dell'art. 172 del T.U.I.R. Altresì si evidenza l'inesistenza di riserve in sospensione d'imposta nel bilancio della Interporti Lombardi S.p.A. Per quanto concerne le imposte dirette, non trova

²⁷⁶ Ai sensi dell'art. 172 comma 9 del D.P.R. 22/12/1986, n. 917, modificato dal D.Lgs. 12/12/2003 n. 344.

²⁷⁷ In quanto è prevista la possibilità, contemplata dall'art. 2501-quater, di adoperare i valori del bilancio d'esercizio se esso risulta essere stato chiuso entro e non oltre 6 mesi dal deposito del progetto di fusione presso le sedi delle società partecipanti all'operazione.

applicazione la imposizione I.V.A., in quanto la fusione risulta essere operazione esclusa dall'ambito d'applicazione dell'imposta in oggetto²⁷⁸.

4.2 – La fusione inversa della Marco Polo Holding S.r.l. nella SAVE S.p.A.

La SAVE S.p.A. rappresenta la società gestrice dell'aeroporto Marco Polo di Venezia sin dalla sua nascita nel 1987 e – a seguito dell'acquisizione avvenuta nel 2007 della AerTre S.p.A. – prende in amministrazione anche l'aeroporto di Treviso-Sant'Angelo. Si occupa altresì della gestione dell'aeroporto di Venezia-Lido, attuata dalla società controllata Nicelli S.p.A²⁷⁹. Dal 2005, la SAVE S.p.A. è quotata sul mercato telematico azionario (già MTA) gestito da Borsa Italiana. Nel 2008 vince la gara per la gestione dell'aeroporto di Charleroi di Bruxelles. Nel medesimo anno viene proposta la fusione per incorporazione (inversa) della società Marco Polo Holding S.r.l. nella SAVE S.p.A., di cui quest'ultima risulta essere titolare del 40,12% del capitale sociale della Marco Polo Holding S.r.l²⁸⁰. Si evidenzia inoltre che l'intero gruppo SAVE S.p.A. risulta essere controllato – mediante un legame partecipativo – dalla Finanziaria Internazionale Holding S.p.A.

4.2.1 – Motivazioni sottostanti alla fusione e attività preliminari

I principali motivi per il quale si è deciso di porre in essere l'operazione di fusione sono dettati dall'obiettivo di semplificazione della catena di controllo²⁸¹, oltre a permettere alla controllante Finanziaria Internazionale Holding S.p.A. di acquisire il controllo di diritto sulla SAVE S.p.A. anticipatamente rispetto al termine legale di un anno previsto per l'offerta pubblica d'acquisto incrementale²⁸². Preliminarmente verranno distribuite le riserve disponibili ai soci della SAVE S.p.A. (“extradividendo”), procedendo successivamente all'attuazione vera e propria della fusione inversa.

²⁷⁸ Ai sensi dell'art. 2, comma 3, lettera f), D.P.R. n. 633/1972.

²⁷⁹ Gruppo SAVE, [Chi siamo](#).

²⁸⁰ MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Relazione illustrativa degli amministratori di Marco Polo Holding S.r.l. al progetto di fusione in SAVE S.p.A.*, p. 1.

²⁸¹ Una simile operazione, oltre ad avere benefici diretti sulla trasparenza della struttura del gruppo, facilita il rapporto con il mercato, con una maggiore facilità d'accesso al mercato del capitale di rischio.

²⁸² Ai sensi dell'art. 106, comma 3 del d. lgs. 58/1998.

4.2.2 – Dati societari e determinazione del valore economico

I dati delle due società risultano essere i sottostanti:

Società incorporante – “SAVE S.p.A.”	
<i>Capitale sociale</i>	€ 35.971.000,00 i.v. ²⁸³
<i>Numero d’azioni in circolazione</i>	55.340.000
<i>Valore unitario dell’azione</i>	€ 0,65

Società incorporata – “Marco Polo Holding S.r.l.”	
<i>Capitale sociale</i>	€ 5.115.000,00 i.v.
<i>Numero di quote in circolazione</i>	5.115.000 ²⁸⁴

Per determinare il valore economico del capitale della SAVE S.p.A., si è proceduto alla sua quantificazione mediante tre distinti criteri:

1. In base all’andamento del prezzo di borsa: l’analisi è partita da gennaio 2011, dove si è evidenziato il mantenimento – pressoché stabile durante gran parte dell’anno – del valore della singola azione di poco superiore ad € 7,00. A partire da agosto 2011 – a causa del trascinamento globale sul mercato – il valore azionario si è posto leggermente al di sotto del valore rilevato dapprima. Nel 2012 vi è stato un andamento al ribasso del valore, attestandosi negli ultimi 6 mesi di tale anno ad € 6,5. A seguito di tale analisi, viene stimata una valutazione globale del titolo nel *range* € 6,5 – 6,7;
2. In base al metodo *Sum of parts (SOP)*: ovvero in base alla sommatoria dei valori economici di ogni ramo aziendale della SAVE S.p.A. Sono state prese in analisi le principali attività dell’azienda, fra cui figurano:
 - Attività aeroportuale degli aeroporti gestiti dalla SAVE S.p.A., anche mediante le controllate (Venezia, Treviso, Bruxelles);

²⁸³ Indica che il capitale sociale è stato interamente versato, informando dunque dell’inesistenza di conferimenti ancora da effettuare.

²⁸⁴ La consistenza di tali quote risulta essere così nota:

1. Quota di € 5.114.750,00 detenuta da Agorà Investimenti S.r.l.;
2. Quota di € 250,00 detenuta da Centro Vacanze Prà delle Torri S.r.l.

- Attività di gestione delle stazioni ferroviarie sul territorio nazionale (Milano Porta Garibaldi, Roma Ostiense, Napoli Margellina);
- Attività di gestione dei servizi di ristorazione al pubblico e dei negozi *travel retail*;
- Valore delle partecipazioni detenute in bilancio le cui attività non rientrano in quelle precedentemente elencate;
- Valore dei terreni ad uso non operativo;

La stima del valore economico dei rami d’azienda è stato effettuato mediante la metodologia del Discounted Cash Flow (DCF), eccetto per l’aeroporto di Bruxelles e per il valore delle partecipazioni e dei terreni ad uso non operativo²⁸⁵. La valutazione complessiva mediante il metodo *Sum of parts* conduce al valore dell’azione nel *range* € 10,40 – 11,00.

3. In base al metodo dei multipli di borsa e delle transazioni comparabili: tali multipli²⁸⁶ sono stati applicati alle proiezioni 2012\2013. Tale metodo conduce ad una stima del valore del titolo SAVE S.p.A. nel *range* € 10,00 – 11,50.

In conclusione, si può stimare – con buona accuratezza, e tenendo conto della distribuzione dell’extradividendo – il valore del titolo SAVE S.p.A. nel *range* € 6,06328 – 7,56328²⁸⁷. Ne consegue che il valore economico del capitale massimo della SAVE S.p.A. si attesti ad € 398.318.768.

²⁸⁵ Per le quali sono state utilizzate, rispettivamente, la valutazione prudenziale mediante patrimonio netto e il valore contabile (c.d. metodo del “*book value*”).

²⁸⁶ Utilizzati multipli di mercato medi e mediani, quali $EV/EBITDA$ e $EV/EBIT$, evidenziati nel Cap. 2.2.2.1.

²⁸⁷ MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Relazione illustrativa degli amministratori di Marco Polo Holding S.r.l. al progetto di fusione in SAVE S.p.A.*, p. 4.

4.2.3 – Rapporto di concambio

Per il calcolo del rapporto di concambio, si è tenuto conto del valore unitario della quota della Marco Polo Holding S.r.l., stimato nel *range* € 28,17686 – 34,68844:

Rapporto di concambio		
	Valore minimo	Valore massimo
<i>SAVE S.p.A. – valore per azione</i>	6,06328	7,56328
<i>Marco Polo Holding S.r.l. – valore per quota</i>	28,17686	34,68844
Valore del rapporto di concambio	4,64713	4,58643

Mediante il rapporto fra valore unitario del capitale di incorporata e incorporante è possibile ottenere il rapporto di concambio, il quale si attesta nel *range* € 4,64713 – 4,58643. Il valore fissato è stato quello di € 4,58643, tenutosi altresì conto del corso di borsa del titolo quotato della SAVE S.p.A. In base al rapporto appena individuato, dovranno essere corrisposte 23.459.589 azioni della SAVE S.p.A. ai neo-entranti soci²⁸⁸ della estinta Marco Polo Holding S.r.l. Sono inoltre previste – come attestato dal progetto di fusione – la assegnazione ai soci neo-entranti di ulteriori 1.255.114 azioni proprie di SAVE²⁸⁹. Non verrà erogato alcun conguaglio in denaro e non sono previsti trattamenti a favore di particolari categorie di soci ed amministratori²⁹⁰.

4.2.4 – Effetti giuridici, contabili e fiscali

Ai sensi dell’articolo 2504-bis del codice civilistico, gli effetti giuridici della fusione troveranno manifestazione nel momento dell’iscrizione dell’ultimo adempimento nel Registro delle imprese, così come stabilito dall’articolo 2504 del medesimo codice. Da tale momento, la SAVE S.p.A. subentrerà nei rapporti giuridici sia attivi che passivi della estinta Marco Polo Holding S.r.l. Le operazioni contabili verranno imputate al bilancio della SAVE S.p.A. nello stesso istante. Essendo la fusione operazione fiscalmente neutra, non si avrà alcun realizzo di plus o minusvalenze, né in capo alle società partecipanti né in capo ai singoli soci interessati. Non risultano essere iscritte riserve in

²⁸⁸ Da suddividersi in 23.458.443 azioni destinate ai soci della Agorà Investimenti S.r.l. e 1.147 azioni ai soci del Centro Vacanze Prà delle Torri S.r.l, nell’ipotesi che quest’ultima non eserciti il diritto di recesso.

²⁸⁹ MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Relazione illustrativa degli amministratori di Marco Polo Holding S.r.l. al progetto di fusione in SAVE S.p.A.*, p. 5.

²⁹⁰ MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Progetto di fusione per incorporazione della società Marco Polo Holding S.p.A. in SAVE S.p.A.*, p. 1.

sospensione d'imposta nel bilancio della incorporanda. Infine, i passaggi di beni all'interno dell'operazione di fusione non rientrano nell'ambito di applicabilità del regime impositivo dell'I.V.A.

4.2.5 – Patti parasociali e diritto di recesso

Risultano essere presenti due patti parasociali rilevanti²⁹¹:

1. Patto fra Finanziaria Internazionale Holding S.p.A. e Generali: ha per oggetto i rapporti fra le parti in qualità di soci di Agorà Investimenti S.r.l., e la *governance* della medesima, della controllata Marco Polo Holding S.r.l. e di SAVE S.p.A. La stipula risale al 15 ottobre 2007 ed ha durata triennale. Il rinnovo è avvenuto tacitamente alla scadenza, dunque il patto risulta essere valido sino al 14 ottobre 2013;
2. Patto fra Finanziaria Internazionale Holding S.p.A. e Venice Airport Holding BV: ha per oggetto i rapporti tra le parti in qualità di soci di Agorà Investimenti S.r.l., e la *governance* della stessa, della controllata Marco Polo Holding S.r.l. e di SAVE S.p.A. La stipula è datata 13 febbraio 2008 ed è stato rinnovato senza modifiche per un ulteriore triennio, indi risulta essere valevole fino al 12 febbraio 2014.

Ai sensi dell'art. 2473 del codice civile, il socio che non consente alla fusione può ottenere il diritto di recesso, riconosciuto *ex-lege*. Tale diritto viene esercitato mediante invio di lettera raccomandata alla Marco Polo Holding S.r.l. entro quindici giorno dalla data di iscrizione, nel Registro delle imprese, della deliberazione che ha approvato la fusione²⁹². Il socio avrà diritto alla liquidazione della propria quota, tenendo conto del suo valore di mercato²⁹³. Nel caso oggetto di analisi, il rapporto di cambio – anche con l'esercizio del diritto di recesso – non subirà alcuna variazione, dato l'impegno assunto dalla Agorà Investimenti S.r.l. di acquisire la quota in caso di esercizio del diritto di recesso da parte del Centro Vacanze Prà delle Torri S.r.l.

²⁹¹ Ai sensi dell'art. 120 del T.U.F., coloro che partecipano in un emittente azioni quotate avente l'Italia come Stato membro d'origine in misura superiore al due per cento del capitale ne devono dare comunicazione alla società partecipata e alla CONSOB.

²⁹² Così come stabilito dall'art. 27 dello statuto della Marco Polo Holding S.r.l., indi in conformità all'art. 2437-bis comma 1 c.c.

²⁹³ Ai sensi dell'art. 2473 comma 3 c.c.

Conclusioni

Dall'analisi effettuata, risulta evidente che la fusione sia una operazione ad oggi messa in piedi sempre più assiduamente, dati gli evidenti vantaggi che se ne possono trarre *ex-post*. Tuttavia, si tratta – al contempo – di una operazione decisamente complessa ed articolata che porta all'emersione di diverse problematiche, oggetto d'analisi durante l'elaborato. A conferma dei palesi vantaggi derivanti, alcune previsioni candidano il 2015 come l'anno record per le operazioni di M&A (ad agosto 2015, 2,78 trilioni di dollari); nonostante il record assoluto sia stato registrato nel 2007 – per un totale di 3 trilioni di dollari di M&A –, il 2015 ha già polverizzato il primato per alcuni settori specifici, quali l'*healthcare* (459 milioni di dollari) e i settori tecnologici-telecomunicativi, con picchi superiori a quelli della bolla internet di inizio millennio²⁹⁴. Nonostante gli indubbi effetti positivi che ne derivano, la fusione ha l'inevitabile effetto conseguente di riduzione della concorrenza nel settore specifico in termini di numero d'impresa effettivamente operanti, il che ha condotto – come si è delineato – alla formulazione di una articolata normativa *antitrust*, volta a scongiurare la creazione di oligopoli o, nei casi più gravi, di veri e propri monopoli. L'elemento propulsivo per la stesura di questa Tesi di laurea triennale in Revisione, Deontologia e Tecnica Professionale è da ricondursi primariamente al grande interesse verso la materia specifica, interesse sviluppatisi durante la tenuta del corso grazie alle chiare ed esaustive spiegazioni del Prof. Chirico, al quale pongo un caloroso ringraziamento.

²⁹⁴ MARRO, [La sbornia di M&A / Il 2015 segnerà record mai visti nella Storia.](#)

Bibliografia

- AIELLO M., *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*. CEDAM: Padova, 2011.
- BELTRAMI P., *La responsabilità per danni da fusione*, Torino: Giappichelli, 2008.
- BIANCHI L.A., *Commento all'art. 2504-bis*, in *Commentariato alla riforma delle società*. Milano: EGEA, 2006.
- BLASI A., MINUCCI G., *T.U.I.R. 2014*. Rimini: Maggioli Editore, 2014.
- BRUGGER G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1. Milano: EGEA, 1989.
- CAMPOBASSO G., *Manuale di diritto commerciale*, Milanofiori Assago: UTET Giuridica, 2013.
- CARATOZZOLO M., *I criteri di formazione del primo bilancio post fusione*, in *Le società*, volume 23 fascicolo 12. Milano: IPSOA, 2004.
- CAVANNA M., *La fusione*, in *Le operazioni societarie straordinarie*. Padova: CEDAM, 2011.
- CONFALONIERI M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*. Milano: Il Sole 24 Ore, 2015.
- CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI, *La determinazione del rapporto di cambio nella fusione tra società cooperative*. 1998.
- DE NOVA G., *Codice civile e leggi collegate 2015*. Bologna: Zanichelli, 2015.
- DESSÌ R., *Le fusioni transfrontaliere*. In *Riv. Dir. Comm.*, 2009.
- FERRARINI G., *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. Soc.*, 2002.
- GAREGNANI G.M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*. Milano: Giuffrè, 2006.
- GENOVESE A., *Fusioni e scissioni*, in AA.VV., *La riforma delle società di capitali e cooperative*, a cura di STAROLA L.. Milano: Il Sole 24 Ore, 2003.
- INTERNATIONAL FINANCIAL REPORTING STANDARDS, *IFRS 3 Business Combinations*. 2012.
- INTERPORTI LOMBARDI S.P.A., *Progetto di fusione per incorporazione della società "Interporti Lombardi S.p.A." nella società "FNM S.p.A."*. Milano: 2008.
- INTERPORTI LOMBARDI S.P.A., *Relazione dell'Amministratore Unico sul progetto di fusione per incorporazione della società Interporti Lombardi S.p.A. con socio unico nella società FNM S.p.A.* Milano: 2008.

- IOVENITTI P., *La fusione fra società quotate: problemi valutativi*, in FANNI M. (a cura di), *Studi in onore di Ubaldo De Dominicis*, tomo III. Trieste: Lint, 1991.
- MAGLIULO F., *La fusione delle società*. Milano: Ipsoa, 2009.
- MANCINI G., [Il design cerca la via della crescita](#). 2015.
- MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Progetto di fusione per incorporazione della società Marco Polo Holding S.r.l. in Save S.p.A. e allegati*. Tessera: 2012.
- MARCO POLO HOLDING S.R.L., *Relazione illustrativa degli amministratori di Marco Polo Holding S.r.l. al progetto di fusione in SAVE S.p.A.* Conegliano: 2012.
- MARRO E., [La sbornia di M&A / Il 2015 segnerà record mai visti nella Storia](#). 2015.
- NOTARI M., *Appunti sull'iscrizione dei beni nell'incorporata nel bilancio dell'incorporante successivo alla fusione*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, II. Padova: CEDAM, 1997.
- ONESTI T., *Alcune considerazione sul trattamento contabile delle differenze da annullamento nelle fusioni per incorporazione*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n.6. Milano: Giuffrè, 2003.
- ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, [Documento OIC n. 4 Gennaio 2007](#). 2007.
- PORTALE G.B., *I bilanci straordinari nelle società per azioni*, in *Bilancio d'esercizio, problemi attuali*. Milano: Giuffrè; 1978.
- POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Torino: Giappichelli, 2013.
- SALVATO L., *Le operazioni di fusione e scissione*, in *Manuale di volontaria giurisdizione*. Milano: CEDAM, 1999.
- SARCONE S., *L'influenza delle fusioni sul potere di controllo delle società*, in *Rivista dei dottori commercialisti* n. 6. Milano: Giuffrè, 1989.
- VICARI A., *Gli azionisti nella fusione di società*. Milano: Giuffrè, 2004.
- VICARI A., *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da cambio nella fusione*, in *Riviste delle società*. Milano: Giuffrè, 2008.