

VALUTAZIONE DELLE AZIENDE E DELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Dott. Valter Pellegrini

IL VALORE

La misurazione del « **valore** » (inteso come ciò che è degno di essere preso in considerazione) sta cambiando e non solo per via delle tecniche sempre più raffinate, ma anche e soprattutto perché ha ampliato i suoi confini in ambiti che fino a poco tempo fa erano impensabili.

La **valutazione**, infatti, non è più destinata soltanto ad individuare una misura del prezzo *equo* di una transazione di mercato, ma sta diventando sempre più uno strumento di lavoro quotidiano anche per chi opera in azienda per quanto riguarda:

- a) le **scelte strategiche** d'azienda;
- b) la misurazione delle ***performance*** (per avere una stima del valore creato e non solo di un risultato contabile)
- c) la redazione del **bilancio di esercizio**;
- d) le applicazioni di **garanzia**, relative al diritto societario ed al diritto della crisi delle imprese (ex diritto fallimentare);
- e) le **operazioni straordinarie** (acquisizioni, fusioni, scissioni, ecc..), per le quali è giuridicamente ed opportunamente necessario il ricorso a soggetti terzi nell'individuazione del valore delle aziende.

- a) Da questo punto di vista, si parla sempre più spesso di **value-based planning** (orientamento di cultura aziendale) che sottolinea l'importanza, per le imprese, di introdurre nei processi decisionali una riflessione sul **valore prodotto per gli azionisti**, come principio cardine di ogni **processo strategico** che voglia assicurare all'azienda una progressiva crescita.

Da ciò, ne deriva la necessità di una verifica periodica circa la convenienza di conservare o meno quelle *Aree Strategiche di Affari (ASA)* che non producono un valore adeguato alle aspettative complessive dell'azienda.

- b) La **misurazione delle performance** è legata al fatto che la stima del risultato contabile è relativamente affidabile e per capire quale sia il reale andamento di un'azienda si devono usare **strumenti diversi**, finalizzati a capire la variazione del valore dell'impresa nel tempo.
- c) La valutazione diviene un elemento essenziale nel processo di **redazione del bilancio** secondo i principi contabili internazionali. Per le imprese che operano sui mercati regolamentati, infatti, l'adozione degli IFRS comporta un utilizzo diffuso degli strumenti tipici della valutazione aziendale quali, ad esempio, i **flussi di cassa attualizzati**.

- d) Nell'ambito delle **garanzie societarie**, le operazioni straordinarie (trasformazioni, fusioni, scissioni, ecc..) ed a volte anche quelle di liquidazione volontaria e giudiziale (ex fallimento), rendono giuridicamente necessario — o comunque opportuno, sul piano civilistico e fiscale, in funzione di una **maggior trasparenza ed autotutela** degli **amministratori** e delle **società coinvolte** — il ricorso a soggetti terzi nella individuazione del valore delle aziende interessate.

Tali operazioni, di regola tendono a modificare i rapporti tra i soci presenti e, spesso, a regolare le relazioni con i soci potenziali. La **valutazione** di un **terzo indipendente**, che viene in molti casi designato dal Tribunale e non dalle parti in causa, diviene rilevante per la dimostrabilità e la correttezza formale del processo valutativo anche se la professionalità del valutatore dovrebbe evitare di ridurre il tutto ad un formalismo che pregiudica la razionalità del processo di stima.

- e) La scelta di evidenziare le **acquisizioni e fusioni** « *mergers & acquisitions* » di imprese come **qualcosa a sé stante** (fermo restando il **prezzo**, che è determinato dall'accordo tra le parti e che rappresenta, quindi, un dato di fatto, ove la transazione si perfezioni) è motivata da molteplici **fattori**, quali ad esempio:

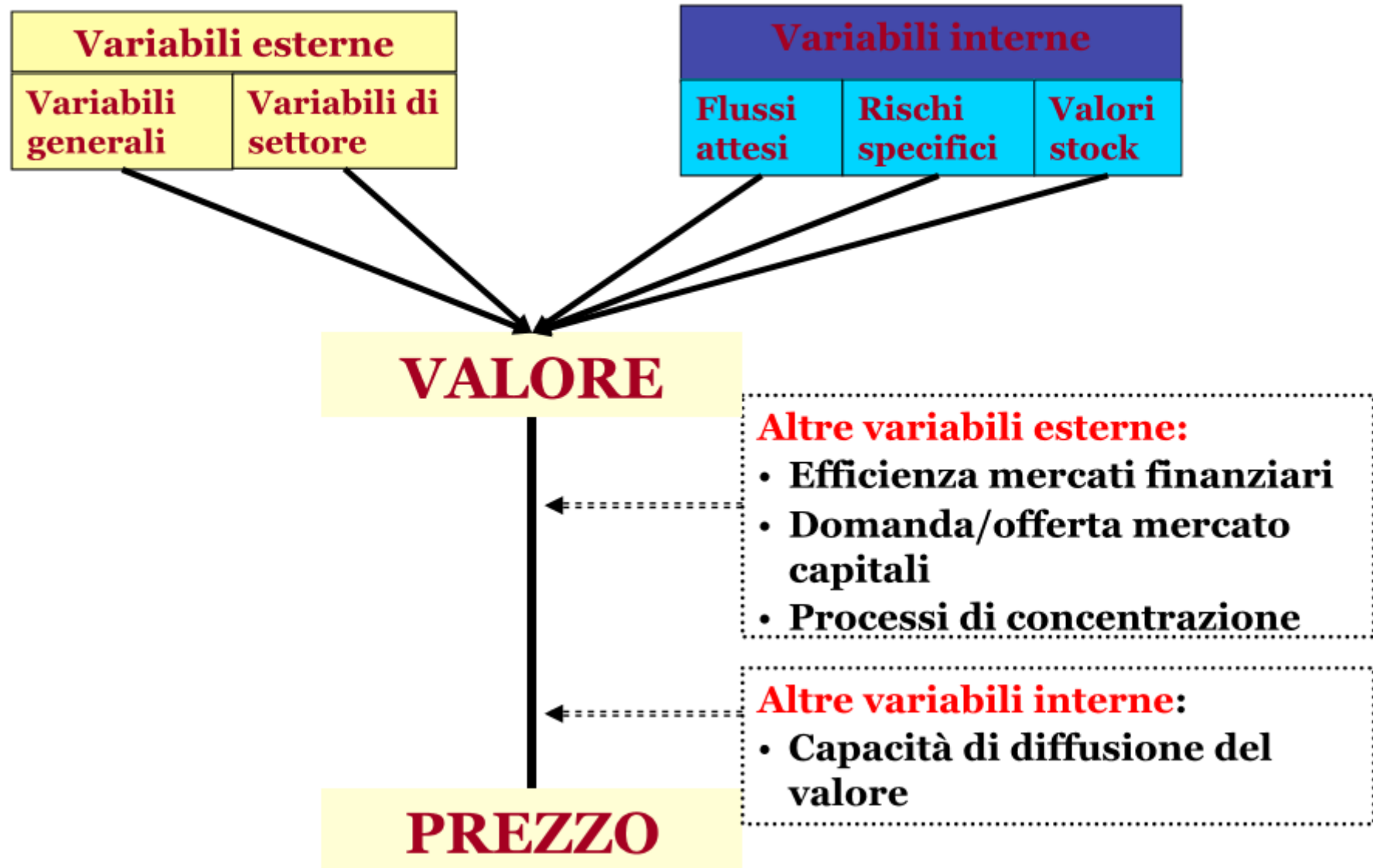
- la necessità di **evitare** acquisizioni che abbiano un **prezzo eccessivo** rispetto alle loro potenzialità;
- una **misurazione realistica** del valore realizzabile dalle **sinergie** ottenibili attraverso una operazione di acquisizione, che rende necessaria la definizione di un prezzo limite;
- il timore, da parte di **società sottovalutate** sul mercato azionario, di operazioni aggressive di acquisizione.

In conclusione (visti i molteplici fattori che possono giustificare una sensibile **differenza** tra **valore** e **prezzo**, spesso, difficilmente giustificabile sul piano razionale, nonostante gli sforzi che si possono fare per trovare una adeguata motivazione a tale scostamento: i **prezzi**, sono volatili, in ragione delle dinamiche dell'offerta e delle alternative di investimento; il **valore**, a sua volta, non è lo stesso, sia in ragione della relativa discrezionalità del processo di valutazione, sia per il diverso punto di vista di chi vuole vendere rispetto al potenziale acquirente), secondo quanto riportato dall'**Organismo Italiano di Valutazione (OIV)** nei suoi **Principi Italiani di Valutazione (PIV)**, la **Valutazione** è un **giudizio ragionato e motivato** (che si fonda su **stime** e mai sul risultato di un mero calcolo matematico) che ha come **obiettivo** quello di pervenire ad un **valore teorico di scambio**, vale a dire, un **risultato** che sia «ragionevolmente condivisibile da altri esperti indipendenti» e che per tale ragione sia:

- 1) razionale;
- 2) verificabile;
- 3) coerente;
- 4) affidabile;
- 5) svolto in modo professionale;
- 6) svolto con competenza;

seguendo uno schema logico, ricostruibile (**razionalità**), riferendosi a dati certi ed affidabili (**obiettività**), limitando al massimo tutti gli elementi che abbiano natura straordinaria (**stabilità**), nel rispetto della **neutralità** dell'analista.

Prezzi vs Valori

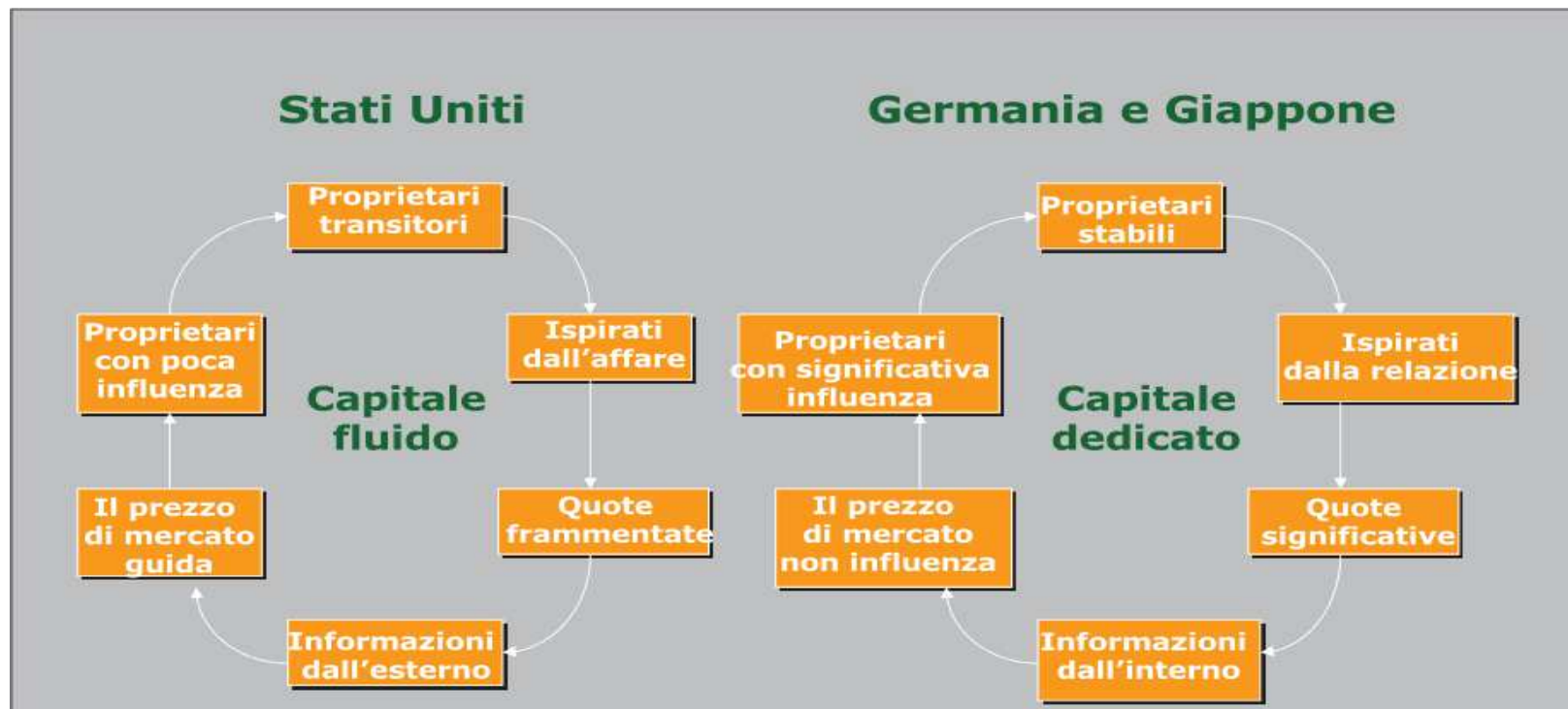


Variabili « esterne »

I **prezzi** sono largamente **influenzati** dal modo secondo il quale ragionano e operano, nei vari paesi, gli **investitori**.

Vi sono Paesi nei quali si investe in azioni con **transitorietà** di assetti proprietari e con quote altamente frammentate (**capitali « fluidi »**) [Il prezzo di mercato guida acquisti e vendite] e

Paesi nei quali si investe in aziende con **assetti proprietari stabili** e con quote di partecipazione spesso significative (**capitali « dedicati »**) [Il prezzo di mercato non è guidato da acquisti e vendite].



Collegata alle **variabili « esterne »** (incontrollabili da parte delle singole aziende) è

- l'**efficienza** (o **inefficienza**) dei **mercati finanziari**, che qui rileva soprattutto per tre aspetti:
 - per la capacità dei mercati di segnare **prezzi significativi e negoziabili** per le **società quotate**;
 - per la loro capacità di disporre di valide **contropartite** all'offerta e alla domanda di capitali d'impresa, quotati o non quotati;
 - in generale, per la loro attitudine e prontezza a riflettere nei **prezzi** la **dinamica** delle variabili fondamentali determinanti del valore (cioè il **valore «creato»** o **«distrutto»**).

Nei Paesi nei quali i **mercati** sono così **poco efficienti** da risultare, anche per non brevi periodi, praticamente **inesistenti** (impossibilità sostanziale di nuove emissioni azionarie, assenza di contropartite per quote minoritarie o anche di controllo di società ecc..), i **prezzi** possono smarrire qualsiasi **collegamento** con il **valore**, almeno *pro tempore*.

- la **domanda/offerta** dei **capitali** di rischio, soggetta ad **andamenti ciclici**, può essere distinta in **due fasi-limite** :
 - 1) la prima fase («**mercato del compratore**») caratterizzata dalla **prevalenza dell'offerta** (si verifica una sistematica **sottovalutazione** dei **capitali**);
 - 2) la seconda fase («**mercato del venditore**») caratterizzata dalla **prevalenza della domanda** (si verifica una **sopravvalutazione** dei **capitali**).

- altro **fattore «esterno»** influenzante il **prezzo** (e non il valore dell'impresa *stand alone*), sono i **processi di concentrazione**, che, per periodi più o meno estesi interessano le imprese di dati settori.

Ciò è dovuto principalmente alla ricerca di **vantaggi sinergici** che le imprese (in particolare, quelle appartenenti ai settori maturi) ricercano con forza in determinati periodi, mediante le economie di scala, i miglioramenti di efficienza, l'acquisizione di nuovi prodotti/mercati, il rafforzamento delle quote di mercato, l'integrazione di tecnologie ecc..

Durante le dinamiche di concentrazione si registra una *caccia all'impresa integrabile*, dalla quale si pensa di poter trarre importanti risultati sinergici, che il compratore è disposto, anche in gran parte, a riversare sul prezzo d'acquisto.

In tal modo, **indipendentemente** dal suo **valore**, l'**impresa-obiettivo** può essere soggetta ad interessanti richieste, che *pro tempore* ne stimolano (e spesso ne **gonfiano**) il **prezzo**.

Variabili « interne »

Il valore è, a sua volta, influenzato da una serie di informazioni sulle **variabili interne**, tradotte, ai fini valutativi, in informazioni sui **flussi attesi**, sui **rischi** (i **tassi**) e sui **valori-stock** sia *tangibili* che *intangibili*.

Organismo Italiano di Valutazione (OIV)

Fondato nel **2011** da AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari), ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi Finanziari), ASSIREVI, BORSA ITALIANA, CNDCEC e UNIVERSITA' BOCCONI, l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) persegue **tre** principali

obiettivi:

- 1) predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali (**linee guida**);
- 2) partecipare al processo di formazione dei principi di valutazione internazionali;
- 3) divenire un riferimento per gli *stakeholder*, in particolare, per gli esperti di valutazione, gli utilizzatori delle valutazioni, le autorità di vigilanza ed il legislatore nazionale, in tema di valutazione.

A luglio **2015** l'OIV ha emanato i primi Principi Italiani di Valutazione, applicabili dal **1 gennaio 2016**, revisionati ed aggiornati ogni due anni, sulla base dei quali vengono

identificati i **sette** principali **profili** che devono qualificare ogni **valutazione**:

- 1) Lo scopo della valutazione (perché si valuta)
- 2) L'incarico o mandato
- 3) La tipologia di lavoro svolto dall'esperto (come si valuta)
- 4) La configurazione del valore (• Valore di mercato • Valore di funzionamento • Valore di trasformazione • Valore di liquidazione • Valore di trasferimento)
- 5) La data di valutazione (a quando si riferisce la valutazione)
- 6) L'unità di valutazione (cosa si valuta)
- 7) Le metodologie di valutazione (• Criteri patrimoniali • Criteri reddituali • Criteri finanziari • Criteri che guardano alla generazione di valore • Criteri empirici)

Il **processo di stima** segue un iter logico ben definito, tuttavia le singole fasi non sono tra loro indipendenti perché ad esempio la scelta della metodica o dei criteri di valutazione potrebbero essere modificati in funzione dell'acquisizione della **base informativa** e dell'evolversi dell'**analisi fondamentale**.

La **base informativa** utilizzata deve essere **ragionevolmente obiettiva e completa** (PIV I.5) dal momento che la valutazione deve esprimere un giudizio informato (segnalare eventuali limitazioni rilevate che potrebbero far rinunciare al mandato). Gli *input* e i *dati raccolti* che compongono la base informativa possono essere classificati rispetto:

- al **tempo** (informazione storica, corrente, prospettica)
- alla **data** di valutazione e della relazione di stima (disponibile in tale data o solo successivamente)
- all'**accessibilità** (privata o pubblica)
- alla **fonte** (interna o esterna)
- alla **completezza** (completa o incompleta)

La completezza e l'obiettività della base informativa è funzionale ad una adeguata esecuzione della **analisi fondamentale**, da cui deriva la più coerente scelta del criterio di valutazione.

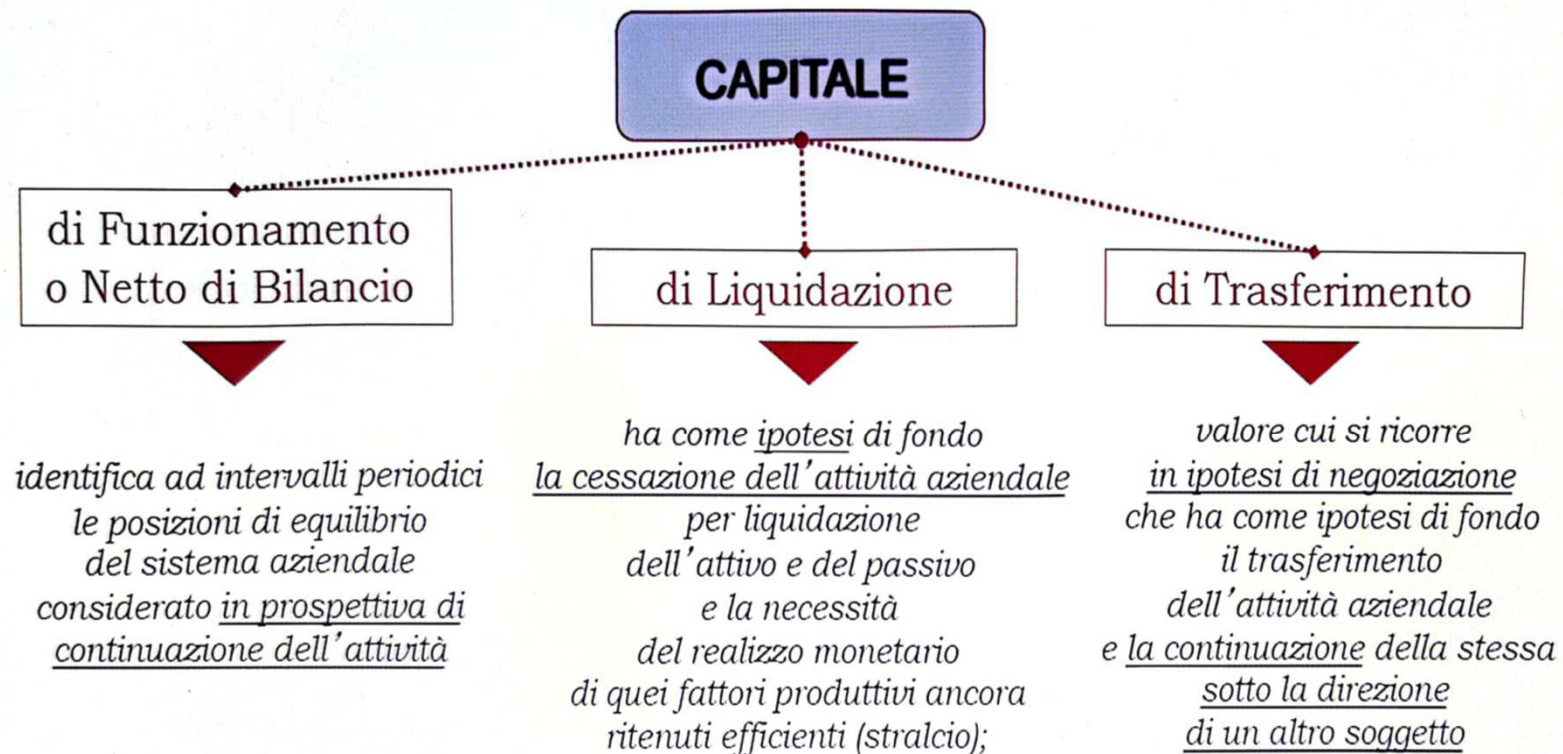
Analisi fondamentale

- 1) Analisi strategica di **settore/mercato** : individuare le prospettive generali e i fattori critici di successo;
- 2) Analisi strategica a livello di **azienda** : individuare le fonti del vantaggio competitivo e la sua sostenibilità;
- 3) Esame **documentazione contabile gestionale** : individuare l'evoluzione dei *driver* di valore;
- 4) Esame **previsioni economiche finanziarie** : conseguenti alle scelte relative allo svolgimento dei processi;
- 5) Analisi dati **scenario economico e mercato** : riferimento particolare ai tassi, risultati comparabili.

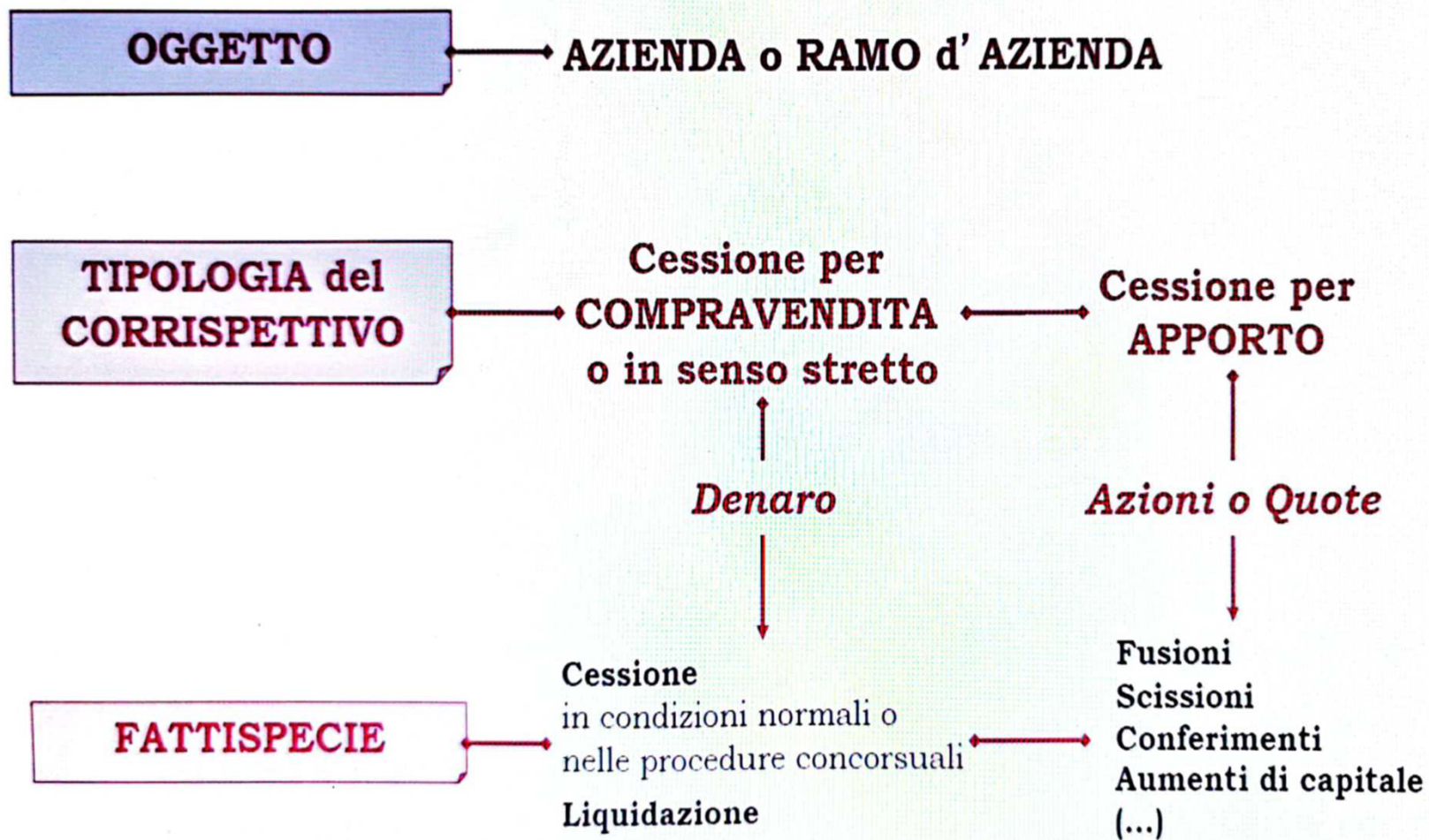
Il distacco dell'esperto dal piano elaborato dal management può essere dovuto solo ad **esigenze tecniche** di valutazione e non a motivi di dissenso.

Capitale Economico

La determinazione del capitale può avvenire per obiettivi conoscitivi diversi
e ciò conduce a molteplici configurazioni di capitale



Caratteristiche e Fattispecie del TRASFERIMENTO



Il **capitale economico** rappresenta la configurazione a cui si fa riferimento quando si pone il problema di **stimare** il valore dell'azienda, per i detentori del capitale di rischio, indipendentemente da un suo trasferimento o dalla possibilità di acquisizione da parte di terzi potenzialmente interessati.

Determinare il valore del capitale economico dell'impresa significa identificare il **valore del capitale proprio (*Equity*)** e determinare un **valore del patrimonio netto** che rifletta l'insieme delle potenzialità visibili e latenti che il complesso aziendale è in grado di esprimere.

Nel momento in cui si procede alla valutazione del **valore economico del capitale** vengono considerate **tutte le condizioni di produzione**, e quindi:

1. come **componenti attivi** gli investimenti effettuati ed in attesa di realizzo, oltre ai crediti ed alla liquidità disponibile;
2. come **componenti passivi** le obbligazioni assunte verso terzi;
3. tutti quei **beni immateriali** e le altre condizioni di produzione a fronte dei quali l'azienda **non** ha effettuato investimenti, ma che concorrono alla realizzazione del processo di creazione di valore.

Metodi di Valutazione

Esistono differenti metodologie per procedere alla stima del **valore economico del capitale** ma non esiste un metodo che possa essere considerato il migliore sotto tutti i punti di vista e quindi quello più adatto per ogni occasione.

La scelta è condizionata dalle finalità della valutazione, dal tempo e dalle informazioni a disposizione, dalle condizioni soggettive dell'azienda e da molti altri fattori che risulteranno gradualmente evidenti.

E' sconsigliato adottare un solo metodo di valutazione. Per prassi, tradizionalmente, si preferisce, infatti, sceglierne uno che sia ritenuto più idoneo al contesto di analisi — detto **metodo principale** — ed un altro che serve per verificare l'attendibilità del risultato raggiunto e che viene quindi detto **metodo di controllo**.

Molti periti preferiscono produrre come valore di stima la media dei risultati (auspicabilmente non troppo distanti tra di loro) raggiunti attraverso l'applicazione di più metodi.

I **metodi di valutazione**, secondo una prima classificazione, si possono distinguere in :

1) METODI DIRETTI – partendo dai **prezzi di mercato** per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende simili (ad esempio azioni negoziate in Borsa o su altri mercati), cercano di arrivare alla definizione del valore dell'azienda oggetto di stima.

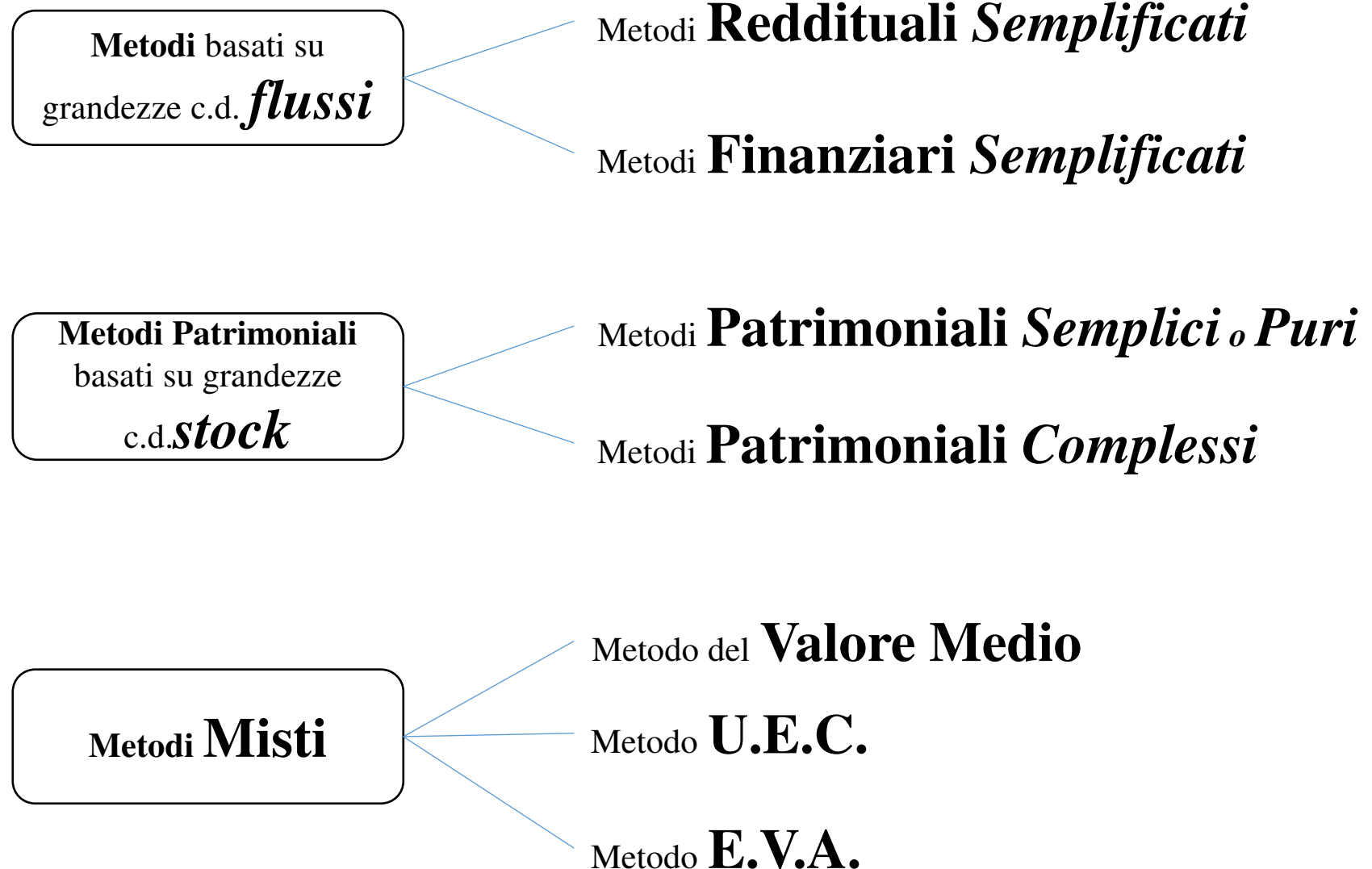


Tali metodi risultano **poco attendibili** sotto il profilo della :

- a) **razionalità** – il *flottante*, ovvero la quantità di titoli negoziati in Borsa, rappresenta una piccola frazione del capitale proprio della società – o le *oscillazioni dei corsi di borsa* senza che siano ben chiare le ragioni che le hanno originate (speculative, emozionali, risultati instabili);
- b) **neutralità** – differenti posizioni di forza dei contraenti, asimmetrie informative, ecc..

I metodi diretti mantengono una **validità puramente residuale**, ossia « **di controllo** » e verifica dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi indiretti.

2) METODI INDIRETTI – si basano, per assenza o insufficienza dei dati di mercato, su altre grandezze quali: il reddito, i flussi finanziari, il patrimonio, ecc.. che, in una **ottica interna**, analizzano in dettaglio la singola impresa fino a determinarne il valore.



Metodi basati su grandezze c.d. *flussi*

Variabili chiave del calcolo dei *flussi*

Entità dei flussi attesi



il valore di un'azienda è tanto
più alto quanto più alta sarà l'entità
del flusso atteso

Fattore **tempo**



a parità degli altri fattori, ha maggior
valore quell'azienda che produce
per prima i risultati più
significativi

Tasso di **rischio**



a parità degli altri fattori, un'azienda
vale tanto di più quanto meno
essa è rischiosa

ESEMPIO 1 : il fattore *tempo*

Supponiamo che due aziende A e B (entrambe con durata di 5 anni con identico tasso di rischio) realizzino gli stessi redditi complessivi secondo il seguente schema:

	<i>1° anno</i>	<i>2° anno</i>	<i>3° anno</i>	<i>4° anno</i>	<i>5° anno</i>	<i>TOT.</i>
Azienda A	50	50	100	100	100	400
Azienda B	100	100	100	50	50	400

Nonostante si ipotizzi che i redditi complessivi sono per entrambe le aziende pari a 400, la soluzione migliore per un imprenditore che si comporta razionalmente è rappresentata dall'azienda B perché nei primi anni gli consente di ottenere redditi maggiori da poter reinvestire (100 contro i 50 dell'azienda A).

ESEMPIO 2 : il fattore *rischio*

Supponiamo che il reddito annuo atteso di un'azienda A è di 60 o 40 (reddito medio di 50) mentre quello di un'azienda B è di 80 o 20 (ugualmente reddito medio di 50).



In questo caso l'azienda meno rischiosa è sicuramente la A (*rischio* inteso come **variabilità dei risultati attesi**) e pertanto ha un valore maggiore rispetto all'azienda B. Infatti tanto più ampio è il ventaglio dei risultati attesi tanto più alto sarà il rendimento che un investitore razionale chiede.

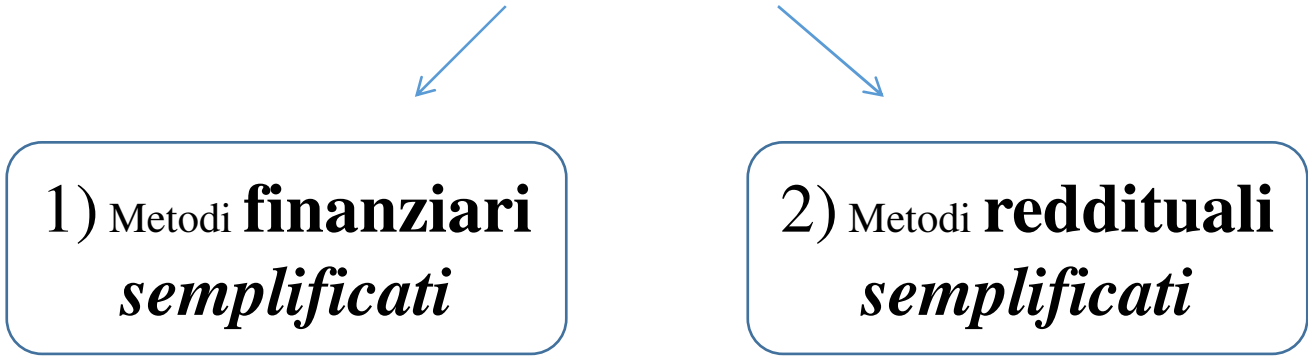
I **metodi indiretti *semplificati***, pur dotati di minore razionalità rispetto ai **metodi fondamentali *teorici*** (*dei flussi finanziari, reddituali e di dividendo distribuibili* (difficilmente prevedibili), meno obiettivi per la difficoltà di applicazione pratica della «formula teorica»), nascono dall'esigenza di ricercare metodi di valutazione **operativi** e rappresentano, pertanto, i **tipici** procedimenti di valutazione delle aziende più utilizzati nella pratica professionale.

Metodi Fondamentali Teorici

- Il **metodo finanziario** *fondamentale teorico* stima il capitale economico dell'azienda in base al **valore attuale** dei **flussi monetari totali attivi** (**entrate**: apporti di capitale dagli azionisti; riscossione ricavi e crediti di funzionamento; riscossione crediti di finanziamento; accensione debiti finanziari; disinvestimenti) e **passivi** (**uscite**: fornitori; retribuzioni; rimborso debiti di finanziamento; imposte e tasse; dividendi) [*flussi monetari complessivi netti disponibili*] generati dall'azienda stessa. L'azienda in funzionamento viene considerata come un «macroinvestimento in atto». Se si assume una **durata illimitata** dell'azienda il **valore di realizzo finale** diventa **nullo**.
- Il **metodo reddituale** *fondamentale teorico* stima il capitale economico dell'azienda in base al **valore attuale** dei **flussi di reddito attesi** (capacità di reddito dell'azienda. Se si assume una **durata illimitata** dell'azienda il **valore di realizzo finale** tende a **zero**, pertanto, può essere anche trascurato.
- Il **metodo** basato sui flussi di **dividendo distribuibili**, stima il valore teorico di un'azienda in base al **valore attuale** dei **flussi di dividendo annuali e del flusso terminale per vendita o liquidazione** dell'azienda. Se si assume una **durata illimitata** dell'azienda il **valore terminale** assume valore **zero**.

I **metodi fondamentali semplificati** (*metodi teorici rettificati* da quelle necessarie semplificazioni che rendono la stima del valore delle grandezze più accessibile e stabile)

basati sui ***flussi*** (più comunemente utilizzati) sono:



1) Metodi **finanziari**
semplificati

2) Metodi **reddituali**
semplificati

Le **semplificazioni** assunte in tali metodi riguardano:

- I **parametri** utilizzati: flussi puntuali (anno per anno); flusso medio normale (per tutto il periodo di riferimento); flussi differenti (orizzonte temporale suddiviso in sottoperiodi);
- Le **modalità** con le quali si considerano tali parametri;
- L'**orizzonte temporale** (in genere non superiore a 5 anni oppure in casi eccezionali 10/15 anni). Più è ampio, maggiore è il rischio di risultati inaffidabili.
- Le **modalità di calcolo** del **valore di realizzo finale** (facendo riferimento ai risultati storici degli ultimi 3/5 esercizi). Per valore finale si intende, ad esempio, il valore di cessione o di liquidazione del capitale proprio.

In funzione delle *semplificazioni* operate, derivano due varianti del metodo finanziario:

1) Metodo dei **Flussi Monetari Complessivi Disponibili** (*levered cash flow*)

[metodo diretto]

2) Discounted Cash Flow (*unlevered cash flow*)

[metodo indiretto]

a seconda si consideri il **flusso di cassa** al **netto** ovvero al **lordo** degli **oneri finanziari** necessari a pagare i finanziamenti (ragione della *differenziazione* tra le due principali tipologie di metodo finanziario).

In entrambi i casi vanno stimati i flussi di cassa e, indipendentemente dal fatto che siano considerati al netto ovvero al lordo degli oneri finanziari, esistono **diverse tecniche** per calcolarli, tra le quali:

- Mastrini di cassa;
- Accostamento di situazioni patrimoniali;
- Accostamento di stati patrimoniali e analisi dei conti economici.

Metodi

Finanziari *Semplificati*

Il **metodo finanziario** esprime il valore dell'azienda in funzione della sua **capacità di generare flussi finanziari di cassa futuri (liquidità)**, attraverso un processo di **attualizzazione** dei flussi finanziari attesi (metodo indiretto).

Il *flusso di cassa* è rappresentato dalla **differenza** tra le **entrate** e le **uscite** in un determinato periodo di tempo, in genere l'esercizio amministrativo. Esso si origina dal modo in cui è **impiegato il capitale investito**, cioè dalle scelte assunte dall'organo di governo in merito alla gestione del capitale immobilizzato e di quello circolante. Pur garantendo una maggiore **neutralità** del valutatore (spesso utilizzata come motivazione a supporto della scelta del metodo finanziario), la stima dei **risultati futuri**, tuttavia, comporta l'introduzione di una **soggettività** legata alla proiezione dei valori che porta il soggetto valutatore a possedere le *“necessarie conoscenze in merito all'oggetto della valutazione, all'eventuale settore o mercato di riferimento e alle caratteristiche della valutazione medesima”*, cioè, che sia nelle condizioni di esprimere un giudizio affidabile (PIV 1.1.2).

La presenza di entrate maggiori rispetto alle uscite dà luogo ad un **flusso di cassa positivo**, che indica la capacità dell'azienda, attraverso la gestione, di generare liquidità e quindi di ottenere e distribuire un beneficio ai **proprietari (azionisti)** [ciò che rileva non sono i flussi di cassa nell'ottica dell'impresa ma nell'ottica dei proprietari]. Il flusso di cassa determinato nell'ottica del proprietario può essere calcolato sia con **metodo diretto** che con **metodo indiretto**.

METODO DIRETTO: basato sui flussi monetari netti complessivi disponibili (FMCD) (*levered cash flows o equity side*)

[Flussi di cassa di tipo *residuale*, ossia, generati dalla gestione operativa **al netto** delle movimentazioni monetarie relative alla **gestione finanziaria** (necessarie per il mantenimento delle attività esistenti e per la creazione di crescita futura) – *Equity side approach*: **rendimento minimo atteso dagli azionisti**]

Consente di stimare il **capitale economico** dell'azienda, in altri termini il suo **patrimonio netto** (Equity Value) **attualizzando** i **flussi di cassa** (o reddituali) **netti** disponibili per gli azionisti.

Disponibili – indica l'ammontare di denaro prelevabile (erogabile agli azionisti proprietari) senza pregiudicare l'equilibrio finanziario dell'impresa [le **riduzioni di capitale** come quelle per assorbimento delle **perdite** e gli **aumenti gratuiti di capitale** per passaggi di **riserve** a capitale, sono da **escludere** dal computo dei **flussi di cassa** per gli azionisti].

Complessivi – perché alla formazione dei flussi monetari ha contribuito l'intera gestione aziendale.

« Misurano la **capacità teorica** dell'azienda di **distribuire dividendi** »
(FMCD $\neq$ Dividendi effettivamente erogati)

$$W = \frac{FMCD_1}{(1+i)} + \frac{FMCD_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{FMCD_n}{(1+i)^n} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

W = capitale proprio – **FMCD** = flusso monetario netto complessivo disponibile prodotto dall'azienda nell'anno t – **i** = tasso di attualizzazione (rischio dei *flussi di cassa attesi*) permette di passare da flussi esigibili in futuro in flussi esigibili alla data di stima (*valore attuale*) – **VF** = valore finale – **n** = durata

Come si arriva al **FMCD** ?

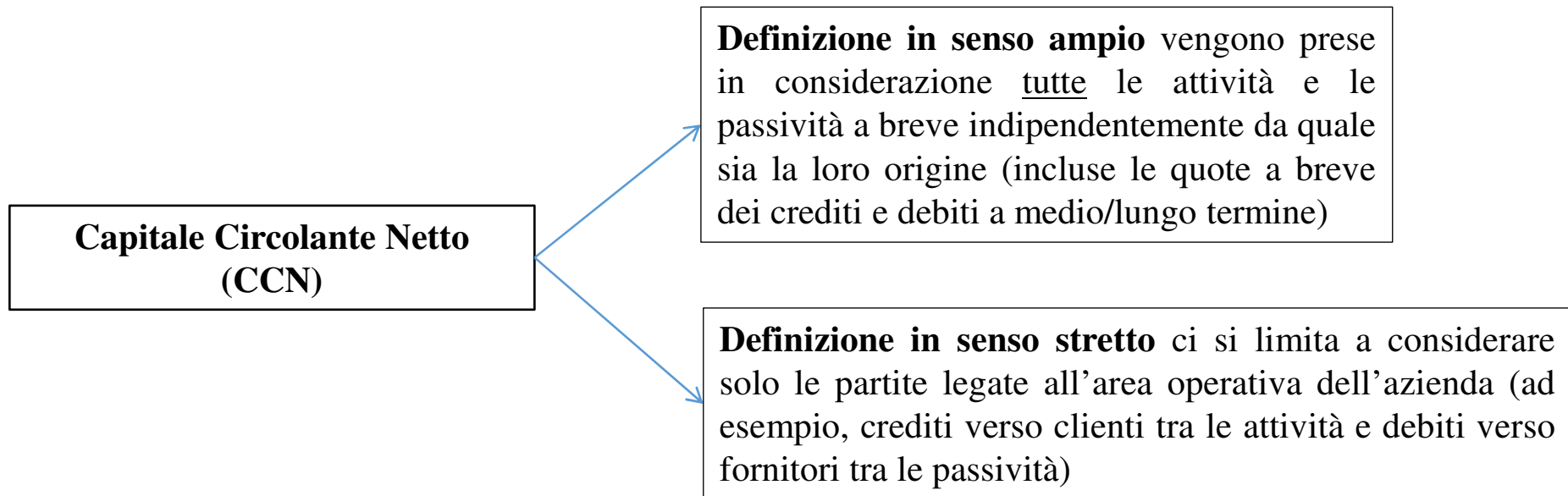
(i) ricavi monetari +/- Δ rimanenze	
— (ii) costi monetari	
(iii) <i>marginale operativo lordo</i>	
— (iv) imposte sul risultato operativo	
(v) <i>marginale operativo netto</i>	
+/- (vi) Δ capitale circolante netto	
(vii) <i>flusso monetario della gestione corrente</i>	
+/- (viii) Δ investimenti	
(ix) <i>flusso monetario della gestione operativa</i>	FLUSSO UNLEVERED
+/- (x) interessi attivi/passivi	
+ (xi) Δ debiti finanziari	
— (xii) Δ crediti finanziari	
+/- (xiii) scudo fiscale	
(xiv) <i>flusso monetario complessivo disponibile</i>	FLUSSO LEVERED

- 1) Il *primo passaggio* riguarda il calcolo dei **ricavi monetari (i)**, vale a dire, quei ricavi a fronte dei quali si ha come contropartita una **entrata di denaro** oppure la formazione di un **credito**.

Il primo obiettivo è quello di determinare il ***marginale operativo lordo (MOL) (iii)***, grandezza a cui si perviene prendendo in considerazione unitamente ai ricavi monetari la variazione (Δ) delle **rimanenze**, al netto del valore complessivo dei **costi monetari (ii)** che rappresentano, invece, quei costi a fronte dei quali si ha in contropartita una **uscita di denaro** oppure il sorgere di un **debito**.

- 2) Il *secondo passaggio* è finalizzato alla determinazione del ***marginale operativo netto (MON) (v)***, al quale si perviene sottraendo al MOL (iii) le **imposte sul risultato operativo (iv)**, vale a dire, la tassazione che l'azienda dovrebbe sopportare se non potesse beneficiare della riduzione della base imponibile operata per effetto della deducibilità degli interessi passivi.

3) Il *terzo passaggio* riguarda la determinazione del ***flusso monetario della gestione corrente*** (vii), che si ottiene **sommando** (+/-) la **Variazione del capitale circolante netto** (vi) (ΔCCN) al **marginale operativo netto** (v).



In questa sede, si prende in considerazione la nozione di ***CCN in senso STRETTO*** tecnico commerciale, in base alla quale

$$\Delta\text{CCN} = \Delta \text{ crediti commerciali} + \Delta \text{ rimanenze} - \Delta \text{ debiti commerciali}$$

$$\Delta \text{CCN} = \Delta \text{ crediti commerciali} + \Delta \text{ rimanenze} - \Delta \text{ debiti commerciali}$$

La variazione delle rimanenze (**Δ rimanenze**) presente nella formula **compensa** la voce utilizzata precedentemente nell'area economica per la determinazione del **marginale operativo lordo (MOL)**. Il CCN incide sui flussi finanziari in maniera **inversamente proporzionale** alle sue variazioni, tanto che un'accorta politica di gestione del CCN può condizionare anche significativamente la dinamica della liquidità aziendale.

Se **ΔCCN aumenta** significa che la variazione dei crediti commerciali è *maggiore* della variazione dei debiti commerciali (vale dire, i ricavi che non si traducono in entrate sono maggiori dei costi che non si traducono in uscite) e, quindi, va inserita nel prospetto con il **segno negativo**.

A fronte di un ricavo di vendita, infatti, il sorgere di un credito commerciale penalizza la dinamica della liquidità poiché sostituisce una entrata certa e immediata con un flusso posticipato nel tempo e, potenzialmente, gravato da un rischio d'insolvenza del debitore.



Se **ΔCCN diminuisce** significa che la variazione dei crediti commerciali è **inferiore** della variazione dei debiti commerciali (vale a dire, i ricavi che non si traducono in entrate sono inferiori dei costi che non si traducono in uscite) e, quindi, va inserita nel prospetto con il **segno positivo**.

A fronte di un costo di acquisto, infatti, il sorgere di un debito commerciale solleva la dinamica della liquidità poiché sostituisce un'uscita immediata con un flusso negativo posticipato nel tempo.

- 4) Il *quarto passaggio* prevede la determinazione del ***flusso monetario della gestione operativa (ix)***, il quale si ottiene **sommando** (+/-) la variazione degli investimenti (Δ investimenti) (viii) al **flusso monetario della gestione corrente (vii)**.

Il *flusso monetario della gestione operativa* è la **liquidità di cassa** prodotta (se **positiva**) o assorbita (se **negativa**, in tal caso, evidenzia uno stato di squilibrio finanziario nella gestione operativa che si manifesta sotto forma di fabbisogno finanziario) dalla gestione operativa nel suo insieme (vale a dire, la gestione economica e quella patrimoniale).

E' bene sottolineare, tuttavia, che il giudizio in merito al segno e alla dimensione del *flusso monetario della gestione operativa* deve essere adeguatamente **contestualizzato** in relazione al settore di attività dell'impresa e, nondimeno, allo stadio di vita. E' spesso fisiologico, infatti, un **segno negativo** nella fase di *start up* o nell'avvio di un percorso di *turnaround* aziendale, poiché, entrambi, possono essere momenti nei quali gli investimenti effettuati necessitano di un dato periodo tempo affinché le potenzialità esistenti si possano tradurre in una struttura operativa efficiente e in risultati positivi. In ogni caso, comunque, il perdurare di un *flusso monetario della gestione operativa* negativo rappresenta una condizione da sottoporre ad attento monitoraggio poiché gli squilibri finanziari possono, se protratti nel tempo e di significativa dimensione, erodere la ricchezza prodotta e condurre a situazioni di grave, se non irreparabile, dissesto.

Per altro verso anche **situazioni molto positive** vanno attenzionate con cura, soprattutto se non continuative nel tempo e giustificate esclusivamente da interventi migliorativi connessi alla cessione di *asset* o a una più attenta gestione del CCN.

Va detto al riguardo che il riconoscimento del **Rendiconto Finanziario** (obbligatorio a decorrere dal 1 gennaio 2016 per tutti coloro che sono obbligati a redigere il bilancio in forma ordinaria a seguito del *D.Lgs 139/2015* che ha dato attuazione alla *Direttiva n. 2013/34/UE* congiuntamente alla scelta compiuta dall'*OIC 10* di definire i criteri per la sua redazione e presentazione) quale parte integrante del bilancio di esercizio rendono di fatto più agevole e diffusa l'analisi della dinamica dei flussi finanziari storici e, conseguentemente, le attività di valutazione basate su metodi finanziari.

- 5) Il passaggio finale è finalizzato alla determinazione del ***flusso monetario complessivo disponibile (FMCD) (levered cash flow)*** (xiv), che si ricava partendo dal flusso monetario della gestione operativa (ix) a cui vanno **aggiunti** o **sottratti** gli interessi attivi (+) o passivi (-), la **variazione dei debiti finanziari (xi)** (segno positivo (+) perché indica l'entrata in azienda di ulteriori risorse), la **variazione dei crediti finanziari (xii)** (segno negativo (-) in quanto rappresenta per l'azienda l'impiego di risorse proprie) e lo **scudo fiscale (+/-)**.

METODO INDIRETTO: basato sui flussi lordi o parziali
(*unlevered cash flows* o *asset side*)

(*Asset side approach*: ponderazione dei rendimenti minimi attesi dai finanziatori dell'impresa.
Il tasso adottato per l'attualizzazione è il c.d. (WACC))

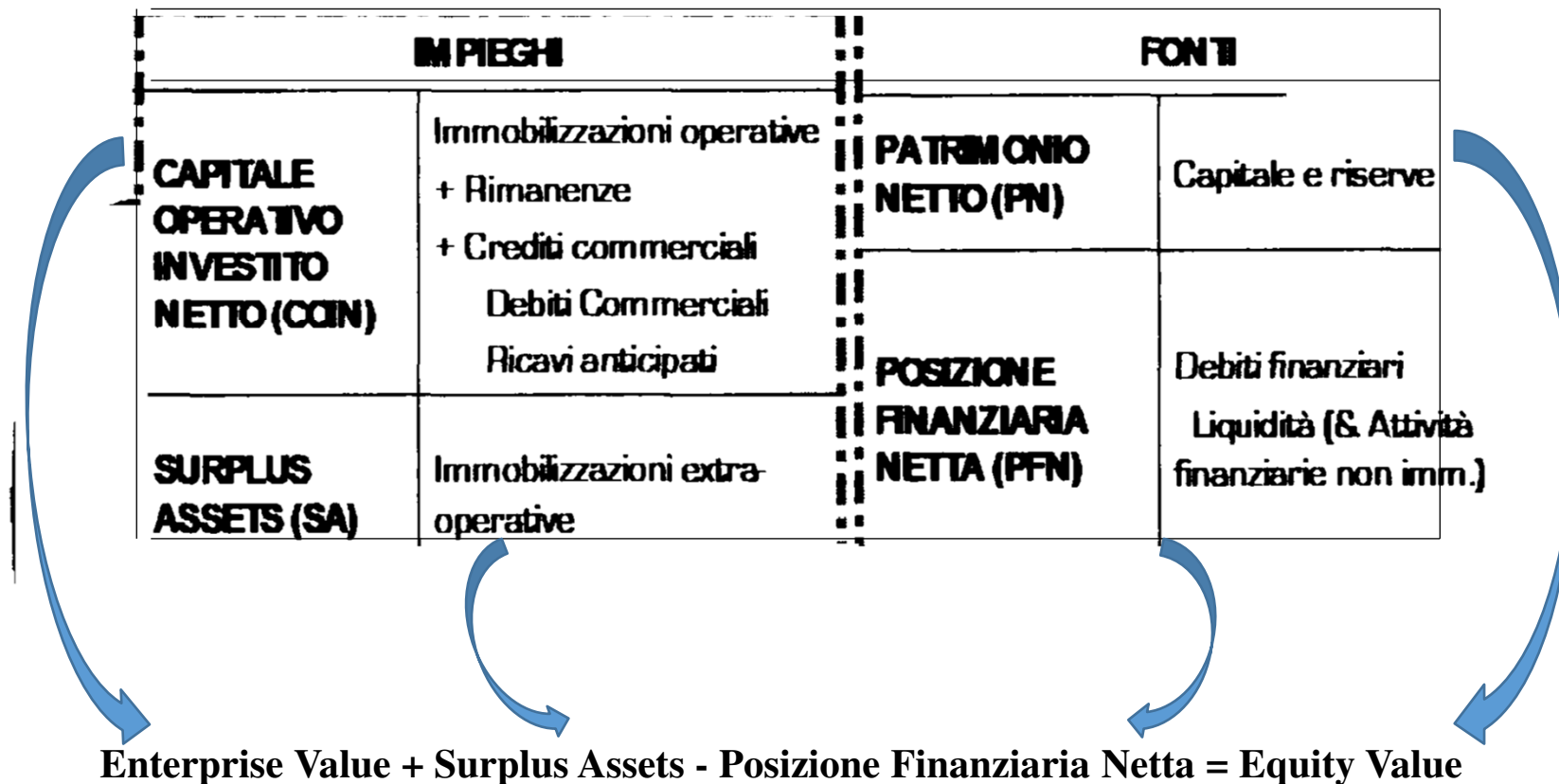
La metodologia dell'*unlevered discounted cash flows* (al **lordo** della **gestione finanziaria**) consente di stimare il valore economico (il **capitale operativo**) di un'azienda partendo dal valore dell'attivo operativo netto e sommando a questo il valore della **posizione finanziaria netta (PFN)** che, definita come la « differenza tra il totale dei **debiti finanziari aziendali** (a prescindere dalla loro scadenza) e le **attività liquide** (cassa, c/c attivi, titoli negoziabili e crediti finanziari), esprime l'ammontare dei debiti finanziari al netto delle attività che potrebbero essere liquidate ed utilizzate immediatamente per il rimborso. Pertanto, fornisce, una misura dell'**ammontare di debito** per il quale **non esiste un'immediata copertura** ».

FREE CASH FLOW OPERATIVO
Ebit
- Imposte sul risultato operativo
= Nopat
+ Ammortamenti
+ Svalutazioni, accantonamenti e altri costi non monetari
= Autofinanziamento netto (EBITDA)
± Variazione del Capitale circolante netto commerciale (CCNc)
- Variazione dei fondi
= Flusso di cassa operativo corrente (FCOC)
- Investimenti riferibili all'area operativa
+ Disinvestimenti riferibili all'area operativa
= Free cash flow operativo

[**EBIT** (*Earning Before Interests and Taxes*) o *Reddito Operativo Lordo* – **NOPAT** (*Net Operative Profit After Taxes*) o *Reddito Operativo Netto* dopo le imposte: non coincide con quello contabile ma si ottiene dopo aver apportato le rettifiche/integrazioni necessarie – **EBITDA** (*Earning Before Interests and Taxes Depreciation and Amortization*) o **MOL** (*Margine Operativo Lordo*)]

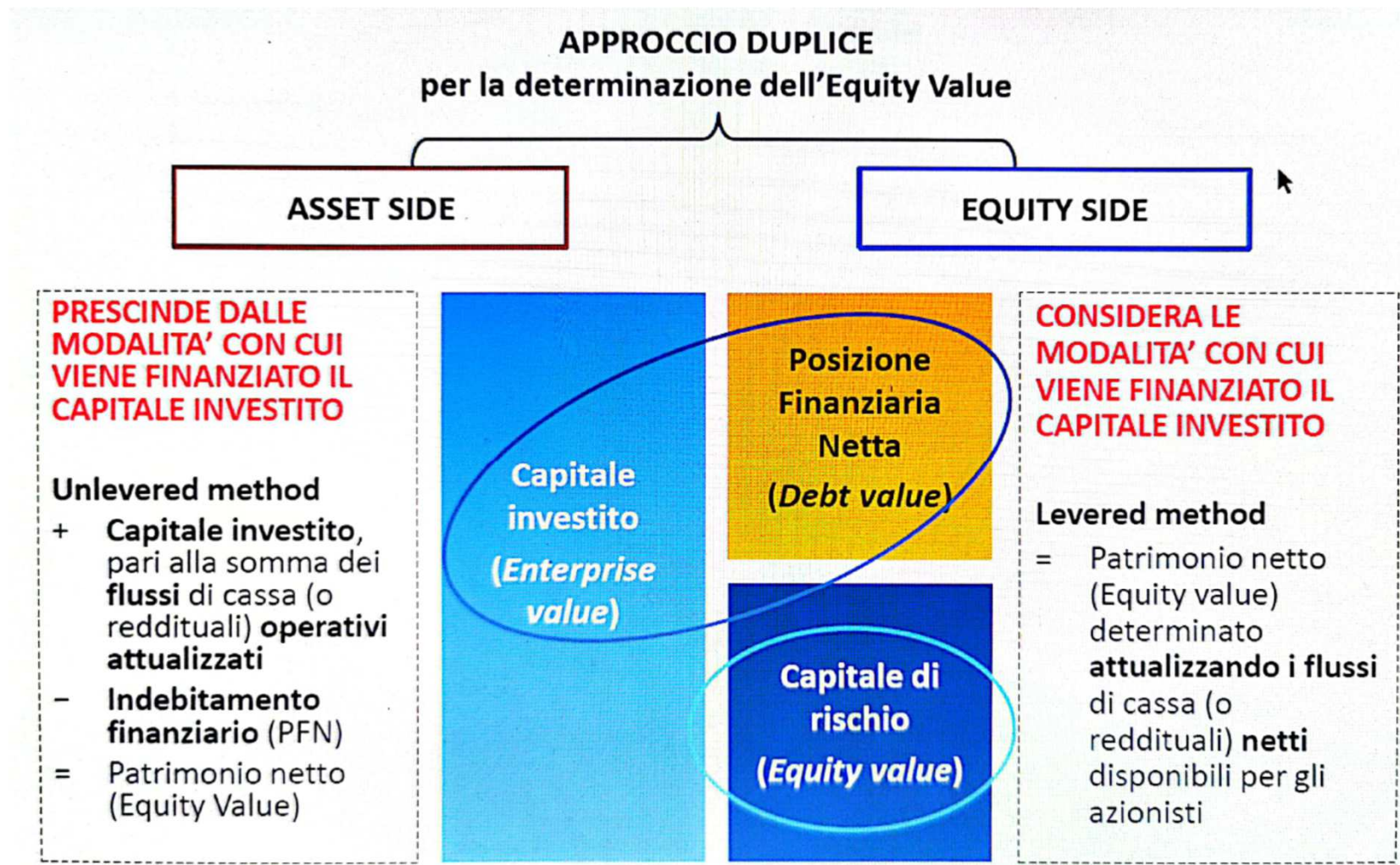
Il **free cash flow** rappresenta il flusso di cassa espresso al **netto** degli investimenti capaci di rigenerarlo nel tempo.

Asset side and Equity side



I due approcci di per sé non costituiscono dei metodi di valutazione, essi indicano il valore di partenza da considerare nella stima del capitale economico; da un *punto di vista teorico*, mentre nel *breve periodo* il valore dell'azienda può variare in funzione dell'approccio utilizzato, nel *lungo periodo*, quando cioè si assume che l'azienda raggiunga il c.d. *steady state* (stato di relativa stabilità), i due approcci tendono allo stesso risultato, pertanto, parlare di *levered* o *unlevered* sarà indifferente.

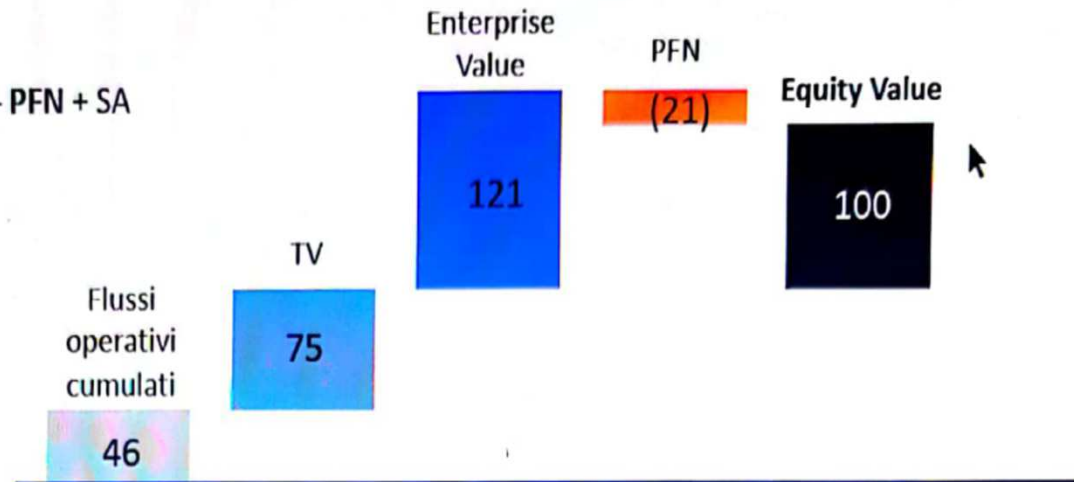
Valutazioni basate sui **Flussi**



In ottica *Asset side*

$$W = [UFCF(t) \cdot (1 + WACC)^{-t} + TV] - PFN + SA$$

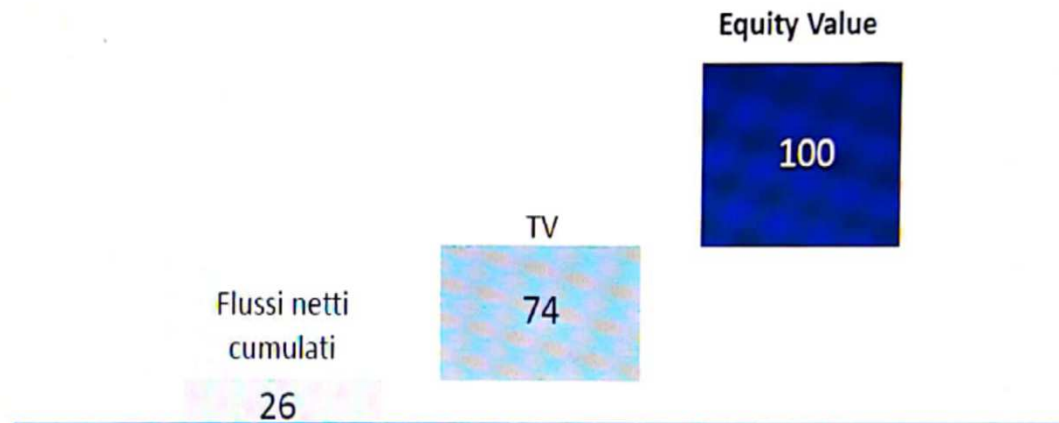
Valore del capitale
determinato attualizzando i
flussi di cassa (o reddituali)
operativi cui detrarre poi il
valore della PFN
(indebitamento finanziario,
di mercato)



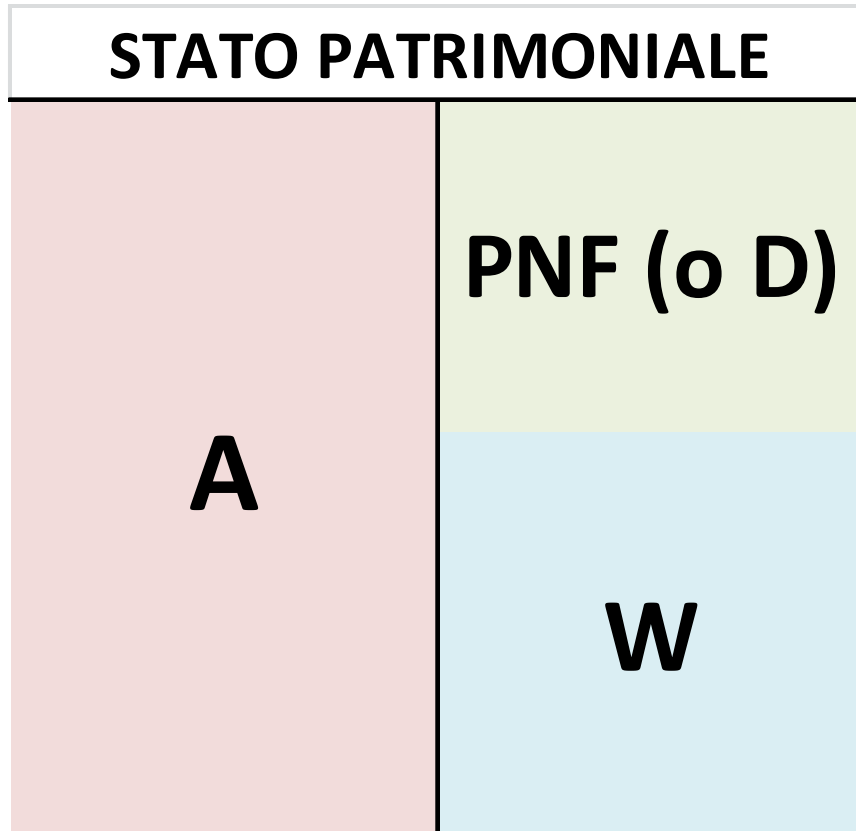
In ottica *Equity side*

$$W = [FCFE(t) \cdot (1 + Ke)^{-t} + TV] + SA$$

Valore del capitale
determinato attualizzando i
flussi di cassa (o reddituali)
direttamente disponibili per
gli azionisti



Stato Patrimoniale di un'azienda



A = Attivo Operativo Netto, ossia il valore del business operativo inteso come differenza tra il valore netto delle attività operative e il valore netto delle passività operative. Tale grandezza nella pratica professionale viene spesso indicata come *Enterprise Value* (valore aziendale)

PNF o D = Posizione Finanziaria Netta intesa come differenza tra le attività di natura finanziaria e le passività di natura finanziaria. Tale grandezza nella pratica professionale viene spesso indicata come *Net Debt*

w = Capitale Proprio, la cui grandezza è data dalla differenza

$$W = A - \text{PNF}$$

STIMA DI **A**

$$A = \frac{FMGO_1}{(1+k)} + \frac{FMGO_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{FMGO_n}{(1+k)^n} + \frac{VF'}{(1+k)^n}$$

Attualizzazione di tutti i flussi monetari relativi alla gestione operativa (**Flusso Monetario della Gestione Operativa (FMGO)**).

Il **Valore Finale (VF')** è indicato con un *apice* perché non rappresenta la stima del **valore dell'azienda** alla fine del piano (come nella formula del *metodo dei risultati programmati*), ma indica la **valorizzazione dell'attivo operativo netto** al termine del piano aziendale.

Il **tasso utilizzato** (che rappresenta la **remunerazione attesa** dagli azionisti, destinatari dei flussi da attualizzare) è ***k*** e non ***i***, perché, in questo caso, i destinatari del flusso monetario della gestione operativa non sono rappresentati solo dagli **azionisti** ma anche dai **fornitori di capitale di credito** che attendono una remunerazione per il capitale prestato.

Per questo motivo il tasso di rendimento deve essere un **valore medio ponderato** (e non aritmetico) tra il **rendimento atteso dagli azionisti** (i_w) e quello atteso dalle banche (i_D).

Il tasso k è detto il **costo medio ponderato del capitale** (proprio (o di rischio) e di terzi (o di debito)), ossia la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito, cioè, delle **risorse attraverso le quali l'azienda si finanzia**) o **WACC** (*Weighted Average Cost of Capital*)

$$WACC = i_w \frac{W}{W + D} + i_D(1 - t) \cdot \frac{D}{W + D}$$

Il rendimento atteso dalle banche (i_D) viene moltiplicato per il fattore **(1 - t)**, dove **t** è l'**aliquota fiscale** (ires, irap). Il costo del debito, cioè, viene considerato **al netto** degli effetti della **deducibilità fiscale** degli **interessi passivi** (il flusso generato dalla gestione operativa destinato ad essere ripartito fra coloro che forniscono le coperture finanziarie è accresciuto dal « risparmio fiscale » connesso alla deducibilità degli oneri finanziari).

$$W = A - \text{PFN}$$

$$A = \frac{\text{FMGO}_1}{(1 + \text{WACC})} + \dots + \frac{\text{FMGO}_n}{(1 + \text{WACC})^n} + \frac{\text{VF}^*}{(1 + \text{WACC})^n}$$

$$\text{WACC} = i_w \frac{W}{W + D} + i_D(1 - t) \cdot \frac{D}{W + D}$$



problema di circolarità

*(per calcolare **W** è necessario conoscere la misura di **A** alla quale si perviene solo se si conosce il valore di **W**)*



problema risolvibile attraverso la c.d. ***iterazione matematica***, vale a dire, si attribuisce un valore a **W** che permette di calcolare il **WACC**, che permette, a sua volta, di stimare il valore di **A**, attraverso il quale è possibile verificare se, effettivamente, il valore di **W** che si ottiene come differenza tra **A** e **PFN**, è uguale a quello di partenza. Si procede per tentativi fino a quando questi due valori non coincidono.

STIMA DI **W**

Se si ipotizza che i **flussi** del piano **non** sono **costanti**, oltre al **problema della circolarità**, si pone un secondo



*problema legato alla **variabilità del valore economico dell'azienda a seconda dell'anno in cui viene misurato***

(se **varia A** varieranno anche i **pesi** dell'incidenza del capitale proprio (**W**) e del capitale di credito (**D**) e, quindi, **ogni anno** bisognerebbe calcolare un **WACC** per ogni flusso da attualizzare **fino** a che i **flussi attesi** non diventino **costanti** (cosiddetta tecnica dei **WACC multipli**))

Possibili soluzioni

- a) si ignora il problema che i flussi non siano costanti e si procede alla determinazione del **WACC**
- b) il valore di **W** viene stimato facendo riferimento ai **prezzi di borsa** della società (se l'azienda è quotata)
- c) Si considerano come riferimento i **pesi** relativi alla **struttura finanziaria obiettivo** (fase di stabilità) della società o, in alternativa, i **pesi medi** che caratterizzano la **struttura finanziaria di aziende simili** che hanno già **raggiunto un certo equilibrio** (metodologia diffusa nella pratica professionale)



la scelta dei **pesi** relativi alla
struttura finanziaria
obiettivo assume un
carattere soggettivo

dal punto di vista teorico,
è un **errore** determinare il
WACC sulla base di valori di
aziende in una diversa fase
del ciclo di vita

STIMA DI VF

Per la corretta stima del **valore finale dell'azienda** si devono fare delle **ipotesi** relative alla **durata del piano aziendale** e a quali saranno le **condizioni dell'azienda al termine** dello stesso.

Ip.1

si assume che al termine del piano, tutti gli investimenti aziendali (sia quelli in essere sia quelli futuri) abbiano un **rendimento uguale** al **costo del capitale** (questa ipotesi è la condizione classica di equilibrio del mercato dove, per effetto della pressione determinata dalla concorrenza, vengono annullati tutti i sovra-rendimenti e ciascun portatore di capitale otterrà un rendimento pari a quello atteso) **$r = WACC$**



$$VF = RO / WACC$$

Essendo $r = RO / K \longrightarrow RO = r * K \longrightarrow VF = \frac{r * K}{WACC}$ K = capitale investito;
 RO = Reddito Operativo

Poiché per ipotesi tutti gli investimenti aziendali generano un rendimento pari al costo del capitale (**$r = WACC$**)

$$\longrightarrow VF = \frac{WACC * K}{WACC} \longrightarrow \boxed{VF = K}$$

Ip.2

Si assume che il **rendimento** dei *nuovi* investimenti aziendali è *pari* al **costo del capitale** ($r = \text{WACC}$), mentre quello degli investimenti *già in essere* alla fine del piano è *costante e uguale* a quello preesistente

anche per questa ipotesi la base di partenza è che il $\text{VF} = \text{RO} / \text{WACC}$ e, quindi, si arriva a scrivere, come per la prima ipotesi, che:



$$\text{VF} = \frac{r * K}{\text{WACC}}$$

in questo caso, non si può effettuare la semplificazione effettuata per la prima ipotesi in quanto si è assunto che il **rendimento** relativo agli investimenti *già in essere* alla fine del piano è **maggiore** del **costo del capitale** (e quindi per questi **non vale l'uguaglianza** $r = \text{WACC}$).

L'utilizzo di questa formula è frequente nella pratica professionale e, talvolta, è possibile che venga presentata in termini di **FMGO** (e **non di reddito operativo**). In altre parole, si assume che $\text{FMGO} = \text{RO}$, vale a dire che la variazione del capitale circolante netto è pari a 0 e che gli unici investimenti siano quelli di rinnovo, il cui valore è pari a quello degli ammortamenti



$$\text{VF} = \frac{\text{FMGO}}{\text{WACC}}$$

Ip.3

Si assume che, anche al termine del piano, l'azienda sia in grado di effettuare investimenti con **rendimenti maggiori** del **costo del capitale** ($r > WACC$)



A differenza delle ipotesi precedenti non è possibile ignorare la misura dei nuovi investimenti perché, in questo caso, il loro rendimento è maggiore del costo del capitale (e quindi per loro *non vale l'uguaglianza* $r = WACC$). I parametri da considerare sono:

- ❑ il rendimento dei nuovi investimenti (r);
- ❑ il costo del capitale ($WACC$);
- ❑ il tasso di reinvestimento presente in azienda (t_r), cioè, quanta parte del reddito operativo viene reinvestito nell'azienda;
- ❑ la misura del tasso di crescita dei flussi aziendali, i quali accrescono in virtù dei nuovi investimenti che creano e, quindi, apportano valore in azienda $\longrightarrow g = t_r * r$

$$\boxed{VF = \frac{RO(1 - t_r)}{WACC - g}} \quad oppure \quad \boxed{VF = \frac{FMGO'}{WACC - g}} \quad con \quad FMGO' = RO(1 - t_r)$$

FMGO' è scritto con l'*apice* per differenziarlo dal flusso considerato nella seconda ipotesi, infatti, in questo caso, il Flusso Monetario della Gestione Operativa **non coincide** con il **RO** (reddito operativo al netto delle imposte) **ma** con questa grandezza depurata dagli investimenti necessari per la crescita dell'azienda.

CONCLUDENDO

La scelta di una delle formule sopra esposte significa **assumere** che l'azienda operi all'interno di una **realtà** del tutto **identica** a quella descritta dall'**ipotesi considerata**.

In linea di massima **non è consigliato** l'utilizzo della formula relativa alla **3° ipotesi**, che porta alla determinazione del **capitale “potenziale”** (e non a quello economico) perché assume che l'azienda effettui investimenti con **rendimenti costantemente superiori al WACC**.

Per stabilire quale delle prime due ipotesi è quella **maggiormente idonea** è **opportuno capire l'effettiva configurazione del capitale **K**** ed, in particolare se rappresenta il semplice **capitale “contabile”** (a cui si adatta meglio la **2° ipotesi**) o il **capitale di “sostituzione”**, che è comprensivo della valorizzazione dei beni immateriali (a cui si adatta meglio la **1° ipotesi**).

Considerando la *complessità* di stimare correttamente il valore di questi beni è ragionevole affermare che è **preferibile** l'utilizzo della formula proposta per la **2° ipotesi**.

LEVERED CASH FLOWS (ESERCITAZIONE)

	Anno Base	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Disponibilità liquide	100	260	968	1750
Crediti commerciali	300	500	600	700
Rimanenze	0	200	300	300
Impianti e macchinari	1000	800	400	220
Ratei attivi	100	150	200	200
Totale	1500	1910	2468	3170
Debiti commerciali	600	700	700	750
Debiti finanziari	500	600	600	700
Capitale sociale	300	300	300	300
Riserve	100	100	310	868
Risultato di esercizio	0	210	558	552
Totale	1500	1910	2468	3170

STATO PATRIMONIALE

Data la situazione di bilancio raffigurata per l'Azienda Alfa s.r.l.

Variazione investimenti: anno 1 = zero; anno 2 = 600; anno 3 = 80.

Vogliamo calcolare l'*Enterprise Value* dell'azienda.

Per iniziare è necessario:

- 1) Calcolare il *CCN* per ogni anno e la relativa variazione.
- 2) Calcolare il *Flusso Monetario della Gestione Operativa (FMGO)*
- 3) Calcolare il *Flusso Monetario Complessivo Disponibile (FMCD)*

Ricavi delle vendite	1700	2000	2500
Fitti attivi	200	300	300
Variazione rimanenze finali	200	100	0
Plusvalenze alienazione	0	300	0
Totale componenti positivi	2100	2700	2800
materie prime	328	396	444
lavoro	1000	1100	1150
altri costi	200	150	160
minusvalenze	0	0	20
interessi passivi	22	24	26
ammortamento	200	100	80
Totale componenti negativi	1750	1770	1880
Risultato ante imposte	350	930	920
imposte	140	372	368
Risultato netto	210	558	552

CONTO ECONOMICO

1) Calcolo del Capitale Circolante Netto (CCN)

(**CCN = crediti commerciali + rimanenze – debiti commerciali**)

Crediti commerciali	300	500	600	700
Rimanenze	0	200	300	300
Ratei attivi	100	150	200	200
Debiti commerciali	600	700	700	750

	Anno base	Anno 1	Anno 2	Anno 3
CCN	-200	150	400	450

Adesso possiamo ricavare la

Variazione del circolante netto ΔCCN



	Anno 1	Anno 2	Anno 3
ΔCCN	350	250	50

2) Calcolo del Flusso Monetario Gestione Operativa (FMGO)

	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Ricavi monetari + Var. Rimanenze	2100	2400	2800
Costi monetari	-1528	-1646	-1754
MOL	572	754	1046
Imposte con aliquota del 40%	-148,8	-381,6	-378,4
MON	423,2	372,4	667,6
Variazione CCN	-350	-250	-50
Flusso monetario gest.corrente	73,2	122,4	617,6
Variazione investimenti	0	600	80
Flusso monetario gest.operativa (FMGO)	73,2	722,4	697,6
Variazione Debiti finanziari	100	0	100
interessi passivi	-22	-24	-26
scudo fiscale con aliquota del 40%	8,8	9,6	10,4
Flusso mon.complessivo dispon. (FMCD)	160	708	782



Adesso è possibile procedere al calcolo dell'
Enterprise Value



	Anno Base	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Disponibilità liquide	100	260	968	1750
Crediti commerciali	300	500	600	700
Rimanenze	0	200	300	300
Impianti e macchinari	1000	800	400	220
Ratei attivi	100	150	200	200
Totale	1500	1910	2468	3170
Debiti commerciali	600	700	700	750
Debiti finanziari	500	600	600	700
Capitale sociale	300	300	300	300
Riserve	100	100	310	868
Risultato di esercizio	0	210	558	552
Totale	1500	1910	2468	3170
Ricavi delle vendite		1700	2000	2500
Fitti attivi		200	300	300
Variazione rimanenze finali		200	100	0
Plusvalenze alienazione		0	300	0
Totale componenti positivi		2100	2700	2800
materie prime		328	396	444
lavoro		1000	1100	1150
altri costi		200	150	160
minusvalenze		0	0	20
interessi passivi		22	24	26
ammortamento		200	100	80
Totale componenti negativi		1750	1770	1880
Risultato ante imposte		350	930	920
imposte		140	372	368
Risultato netto		210	558	552

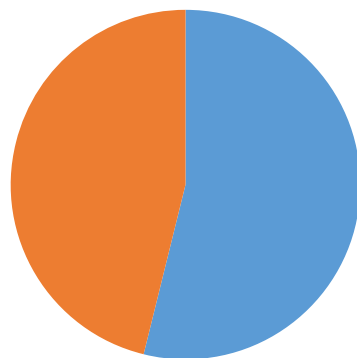
Adjusted Present Value

Con questa metodologia si cerca di valorizzare separatamente il **beneficio fiscale** connesso alla **deducibilità** degli **interessi passivi**. Si tratta di una metodologia che parte dal ***Teorema di Modigliani e Miller***.

Di questo teorema vediamo **due diverse versioni** :

Modigliani – Miller Versione A

Si ipotizza una condizione esemplificativa della realtà economica: **assenza di imposte**



■ Azionisti (W)

■ Banche (D)

Il risultato operativo prodotto dall'azienda viene ripartito esclusivamente tra gli Azionisti (W) e i fornitori di capitale di prestito (D)

Nell'ipotesi considerata, la struttura finanziaria dell'impresa **non incide** sul **Valore dell'Attivo Operativo Netto** (*Enterprise Value*).

Le ipotesi effettuate nella prima versione del **Teorema di Modigliani e Miller** sono state sottoposte e numerose **OSServazioni** che ne hanno posto in **dubbio** la capacità di pervenire a **stime reali**.



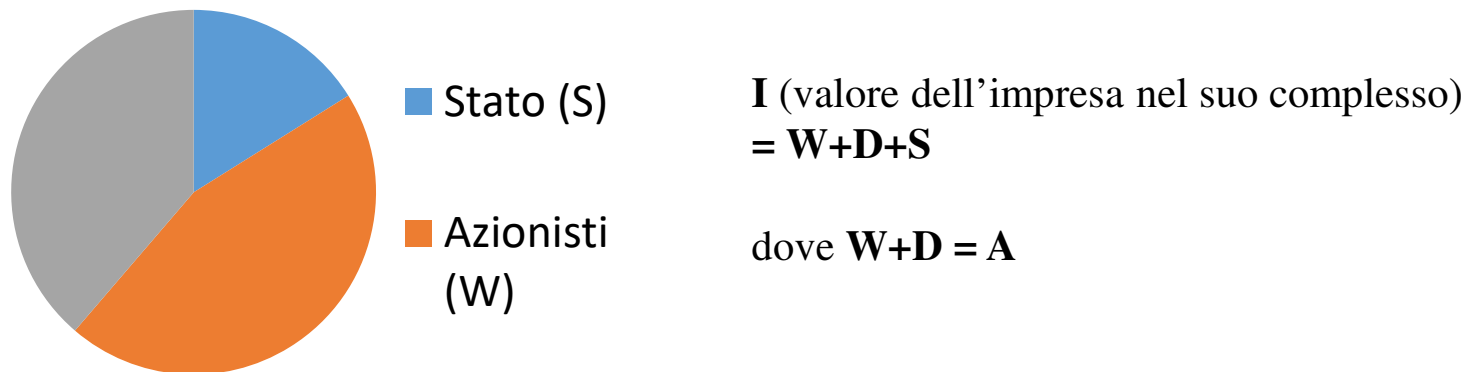
E' **errato** fare considerazioni che hanno come fondamento la **totale assenza di imposte**.

Nella realtà infatti esiste un terzo soggetto (lo **Stato**) che **partecipa** alla **distribuzione del valore creato dall'impresa**.

Pertanto, la **1° versione** del **Teorema di Modigliani e Miller** è stata **superata e corretta** da una versione successiva che considera **anche** la presenza delle **imposte**.

Modigliani – Miller
Versione B

Si ipotizza la ripartizione del risultato operativo tra **tre categorie di soggetti**:
le **banche (D)**, lo **Stato (S)** e gli **azionisti (E)**.



In questo scenario **I** (e non A) è la grandezza che rimane **costante** (la dimensione della torta non cambia).

Se **aumenta** l'indebitamento (**D**), per effetto della **deducibilità** degli **interessi passivi** si **ridurrà** corrispondentemente **S**, ossia la parte del valore che viene distribuita allo Stato per mezzo delle imposte. Essendosi ridotta la parte del business destinata allo Stato ne deriva un corrispondente **incremento** di **A**.

L'incremento del rapporto di indebitamento D/W favorisce o non favorisce gli azionisti ?



Sembrerebbe **non favorire gli azionisti.**

a) si **riducono** le **imposte** (per effetto della deducibilità degli interessi passivi) e quindi la quota di valore da destinare allo Stato (**S**) **diminuisce**;

b) si **riduce** anche la quota di valore relativa agli azionisti (**E**) mentre, al contrario, **aumenterebbe** la parte che va a remunerare il capitale di credito prestato dalle banche (**D**)

Questa considerazione è, però, errata

- a) **Gli azionisti sono interessati al rendimento del proprio investimento e non a quanta parte del business prodotto dall'azienda è a loro destinabile.** Pertanto, la **riduzione** di **E** è giustificata, molto semplicemente, dal minor impiego di capitale proprio (e, dal corrispondente maggior impiego di capitale di credito) e quindi nulla impedisce agli azionisti di impiegare la parte residua del capitale in forme alternative di investimento;
- b) **E' possibile addirittura che siano gli azionisti ad apportare i capitali di credito acquistando i titoli obbligazionari emessi dalla società.** Quindi, oltre ad assoggettarsi tutta la parte del business destinata alla remunerazione del capitale proprio (**E**) e del capitale di credito (**D**) ottengono anche un risparmio relativo alla deducibilità degli interessi passivi.

Il teorema mostrato sembra portare alla **conclusione** che **alti livelli di indebitamento** siano **convenienti** per le imprese che in tal modo **riducono l'impatto fiscale** e **massimizzano la remunerazione** per capitale di proprietà e di prestito



- quanto è stato dimostrato dal teorema vale per **condizioni normali di indebitamento**. Infatti, oltre **certi limiti**, le banche comincerebbero a percepire il maggior *rischio di default* dell'azienda e, quindi, chiederebbero alla stessa il riconoscimento di un **tasso di interesse maggiore** (cd. *costi del dissesto*). Pertanto, **superati certi limiti di indebitamento**, la **curva iD** tenderà a **crescere** e, di conseguenza, anche la **curva del WACC**
- **problema delle imposte personali...** gli azionisti non sono interessati al reddito complessivamente prodotto dall'azienda ma più semplicemente alla quota che gli viene distribuita. Quindi, oltre che valutare le imposte societarie, questi soggetti devono considerare attentamente il valore delle imposte personali fissate sui **dividendi distribuiti**.

$$W = A - D \text{ (metodo } asset \text{ side)}$$

Per valorizzare **A** bisogna attualizzare opportunamente i flussi destinati alle banche e agli azionisti.

Banche $\rightarrow i_D * D$

Azionisti $\rightarrow (RO - i_D * D) (1 - t)$ dove RO = reddito operativo al lordo delle imposte

Flusso Totale:

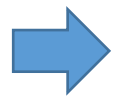
$$(RO - i_D * D) (1 - t) + i_D * D =$$

$$= RO (1 - t) - (i_D * D) + (i_D * D * t) + (i_D * D) =$$

$$= RO (1 - t) + (i_D * D * t)$$

per attualizzare questi flussi è necessario trovare quei **tassi** che esprimono il rendimento atteso dai rispettivi destinatari.

- $RO (1 - t)$ rappresenta quel flusso destinato all'azionariato in assenza di debiti e, quindi, deve essere **attualizzato** con un **tasso** che rappresenta il **rendimento atteso** dagli stessi nell'ipotesi di un'impresa **priva di debiti** ossia $i_w (U)$;
- $i_D * D$ rappresenta la misura degli **interessi passivi** ($i_D * D * t$). Indica la misura del **beneficio fiscale**, ossia il valore delle imposte che un'azienda risparmia per effetto delle deducibilità degli interessi passivi, tuttavia, è possibile usufruire di questo beneficio fiscale solo se esiste un **reddito operativo sufficiente**. Quindi, per **attualizzare** questo flusso, bisogna considerare quel **tasso** che sia rappresentativo del **rischio** che l'impresa *non produca un reddito operativo sufficiente* per godere di tale beneficio fiscale. Questo, in particolare, corrisponde al **rischio** che corrono le **banche** di *non vedersi pagare* gli *interessi* sui capitali da loro prestati (i_D)



$$A = \frac{RO (1 - t)}{i_w (U)} + \frac{\cancel{i_D} * D * t}{\cancel{i_D}}$$

Dalla formula si evince come $i_w (U)$ sia **assolutamente indipendente dalla struttura finanziaria dell'impresa** in quanto rappresenta il rendimento atteso dagli azionisti nell'ipotesi di assenza di debiti. E ciò consente di superare le problematiche connesse alla valorizzazione del WACC, in quanto **grandezza influenzata dalla struttura finanziaria dell'impresa**.

(ESERCITAZIONE)

Si considerino i seguenti stati patrimoniali ed economici consecutivi e classificati secondo un criterio funzionale. Gli anni 2018, 2019 e 2020 rappresentano gli esercizi storici, quelli dal 2021 al 2024 gli esercizi prospettici (la “E” significa *expected*, cioè attesi). Si ipotizzi che la valutazione sia effettuata all’inizio dell’anno 2021.

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Crediti verso clienti	1 845	2 285	2 816	4 374	3 669	4 880	5 315
Rimanenze	2 993	3 596	4 380	3 670	3 996	3 604	3 495
Altre attività a breve	435	1 839	1 618	3 271	1 828	1 828	1 828
Debiti verso fornitori	- 1 671	- 3 186	- 3 034	- 1 552	- 2 495	- 3 469	- 3 745
Altre passività a breve	- 259	- 1 007	- 620	- 3 774	- 1 412	- 1 412	- 1 412
Capitale circolante netto	3 343	3 527	5 160	5 989	5 586	5 431	5 481
Immobilizzazioni immateriali	1 532	1 910	1 832	2 397	1 318	1 058	798
Immobilizzazioni materiali	438	2 064	2 512	4 508	6 011	6 088	6 511
Fondo TFR	- 179	- 168	- 276	- 369	- 402	- 543	- 688
Altri fondi	- 79	-	- 165	- 2 789	- 2 358	- 1 760	- 1 162
Immobilizzo netto	1 712	3 806	3 903	3 747	4 569	4 843	5 459
Capitale operativo investito netto	5 055	7 333	9 063	9 736	10 155	10 274	10 940
Debiti verso banche	3 785	5 585	6 914	7 287	7 072	7 396	7 340
Disponibilità liquide	- 904	- 475	- 253	- 193	- 467	- 1 839	- 2 853
Posizione finanziaria netta	2 881	5 110	6 661	7 094	6 605	5 557	4 487
Capitale sociale	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238	1 238
Riserve	508	936	985	1 164	1 404	2 312	3 479
Utile (perdita) di periodo	428	49	179	240	908	1 167	1 736
Patrimonio Netto	2 174	2 223	2 402	2 642	3 550	4 717	6 453
TOTALE FONTI	5 055	7 333	9 063	9 736	10 155	10 274	10 940

Prospetti storici e attesi

CONTO ECONOMICO	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi delle vendite	5 368	6 918	9 088	11 148	13 643	18 522	19 942
Altri ricavi e proventi	1 055	505	950	281	889	889	889
Valore della produzione	6 423	7 423	10 038	11 429	14 532	19 411	20 831
Costi per materie prime	- 3 329	- 3 619	- 4 626	- 5 079	- 5 577	- 8 105	- 8 409
Costi per servizi	- 145	- 205	- 553	- 524	- 1 156	- 1 517	- 1 638
Costi per il godimento di beni di te	- 124	- 64	- 54	- 9	- 24	- 24	- 24
Costi commerciali	- 575	- 560	- 492	- 583	- 751	- 958	- 1 042
Costi generali	- 788	- 939	- 1 525	- 1 351	- 1 592	- 1 882	- 1 963
Valore aggiunto	1 462	2 036	2 788	3 883	5 432	6 925	7 755
Costo del lavoro	- 845	- 960	- 1 737	- 2 293	- 2 414	- 2 828	- 2 893
Ebitda	617	1 076	1 051	1 590	3 018	4 097	4 862
Ammortamenti e accantonamenti	- 387	- 525	- 577	- 640	- 636	- 982	- 796
Ebit	230	551	474	950	2 382	3 115	4 066
Oneri finanziari	- 358	- 405	- 522	- 722	- 583	- 597	- 526
Risultato ordinario	- 128	146	- 48	228	1 799	2 518	3 540
Proventi (oneri straordinari)	1 013	4	409	300	-	-	-
Risultato ante imposte	885	150	361	528	1 799	2 518	3 540
Imposte di esercizio	- 458	- 101	- 183	- 288	- 891	- 1 351	- 1 804
UTILE (PERDITA) DI ESERCIZIO	427	49	178	240	908	1 167	1 736

La **prima fase**) consiste nel determinare il **FCFO**. Si consideri un'incidenza dell'imposizione fiscale sul reddito operativo, nel periodo di previsione 2021-2024, determinata a partire da aliquote IRES ed IRAP pari rispettivamente al 24,0% ed al 3,9%. Per semplicità si ipotizza che non vi sia un utilizzo dei fondi e la variazione delle immobilizzazioni materiali non è rettificata dell'ammortamento annuo. Lo schema di calcolo è illustrato qui di seguito.

FREE CASH FLOW OPERATIVO	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ebit	551	474	950	2 382	3 115	4 066
Imposte sul risultato operativo	- 371	- 240	- 344	- 863	- 1 129	- 1 474
Nopat	180	234	606	1 519	1 986	2 592
Ammortamenti e accantonamenti	525	577	640	636	982	796
Autofinanziamento netto	705	811	1 246	2 155	2 968	3 388
Variazione CCNc	- 184	- 1 633	- 829	403	155	- 50
Variazione fondo TFR	- 11	108	93	33	141	145
Variazione altri fondi	- 79	165	2 624	- 431	- 598	- 598
Flusso di cassa operativo corrente	431	- 549	3 134	2 160	2 666	2 885
Variazione imm.ni immateriali	- 378	78	- 565	1 079	260	260
Variazione imm.ni materiali	- 1 626	- 448	- 1 996	- 1 503	- 77	- 423
Free cash flow operativo	- 1 573	- 919	573	1 736	2 849	2 722

A questo punto è possibile determinare il valore dell'azienda «*Asset side*» utilizzando i dati così calcolati. Al riguardo si osservi quanto segue: — si ipotizza un **WACC** pari al 7,50% e un **Cost of Equity (COE)** pari all'8%, determinato ricorrendo al **Capital Asset Pricing Model (CAPM)** (usato per la quantificazione del costo dei mezzi propri facendo la massima attenzione alle tre variabili fondamentali — *risk free rate*, premio di rischio per il mercato e individuazione dell'appropriato coefficiente beta (che necessita di un campione di società comparabili la cui selezione deve avvenire con le medesime attenzioni delle valutazioni comparative, con particolare riferimento alla confrontabilità dei loro profili di rischio) — che devono essere coerenti con il contesto, il mercato e le caratteristiche dell'azienda); — per la determinazione del **Terminal Value** si considera un flusso finanziario pari alla media dei quattro flussi attesi puntualmente determinati, senza prevedere alcun coefficiente di crescita, con ricorso alle formule

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO \times (1 + g)}{wacc - g} \right]}{(1 + wacc)^n}$$

a) TV Asset side

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE \times (1 + g)}{Ke - g} \right]}{(1 + Ke)^n}$$

b) TV Equity side

Per stimare il ***Terminal Value (TV)*** possono essere utilizzati vari procedimenti ed indicatori:

Modello di stima del TV	Indicatori	
	<i>Asset side</i>	<i>Equity side</i>
Flussi monetari	FCFO	FCFE
Flussi reddituali	NOPAT	RN
Multipli	EV/EBIT	P/E

Il modello più utilizzato nella **prassi** è quello della crescita costante del **flusso monetario**. In tal caso il *terminal value* può essere determinato come segue:

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFO \times (1 + g)}{wacc - g} \right]}{(1 + wacc)^n}$$

a) TV Asset side

$$TV = \frac{\left[\frac{FCFE \times (1 + g)}{Ke - g} \right]}{(1 + Ke)^n}$$

b) TV Equity side

Oltre alla **difficoltà oggettiva** di stimare un **tasso di crescita**, soprattutto se **atteso** in un **orizzonte di lungo periodo**, la correzione apportata con l'introduzione del **tasso g** può essere veramente importante in termini di variazioni di valore, anche ipotizzando crescite molto contenute. Ciò implica la necessità di **valutare attentamente** l'opportunità di introdurre il **tasso g** e, nondimeno, di apprezzarne attentamente la dimensione.

La **pratica** di impiegare **tassi di crescita settoriali** è diffusa, ma sconta un effetto di **normalizzazione** che non tiene conto delle peculiari caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione. Per questa ragione una soluzione indicata dalla **prassi operativa/valutativa** (che è solita mantenersi prudente, identificando **g** semplicemente con il **tasso atteso d'inflazione**) consiste nel tarare il **tasso g** facendo riferimento alla **media dell'andamento storico** di alcune variabili aziendali — quali ad esempio **Ricavi, Ebit, Ebitda** — che possono fornire utili indicazioni sulla base delle quali **confrontare** il comportamento aziendale con quello del **settore di appartenenza**.

Calcolo del **valore d'azienda** «*Asset side*»

	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Free cash flow operativo	573	1 736	2 849	2 722	26 267
Tasso di attualizzazione (WACC)	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
<i>Fattore di attualizzazione</i>	<i>0.93</i>	<i>0.87</i>	<i>0.80</i>	<i>0.75</i>	<i>0.75</i>
Flussi attualizzati	533	1 502	2 293	2 038	19 668
Valore complessivo dei flussi	26 035				
Debt 2020E	6 661				
W	19 374				

Nell'applicazione del metodo finanziario nella formulazione « *Equity side* », occorre invece innanzitutto determinare il **FCFE** in base al prospetto

FREE CASH FLOW TO EQUITY	2021E	2022E	2023E	2024E
Free cash flow operativo	573	1 736	2 849	2 722
Oneri finanziari	- 722	- 583	- 597	- 526
Variazione debiti finanziari	373	- 215	324	- 56
Free cash flow to equity	224	938	2 576	2 140

Calcolo del **valore d'azienda** « *Equity side* »

	2021E	2022E	2023E	2024E	TV
Free cash flow to equity	224	938	2 576	2 140	18 369
Tasso di attualizzazione (COE)	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
<i>Fattore di attualizzazione</i>	<i>0.93</i>	<i>0.86</i>	<i>0.79</i>	<i>0.74</i>	<i>0.74</i>
Flussi attualizzati	207	804	2 045	1 573	13 502
W	18 131				

Si ricorda che l'**esito** del **procedimento valutativo** dovrebbe essere, da un punto di vista teorico, il medesimo.

(ESERCITAZIONE)

Supponiamo di dover valutare un'azienda di produzione che, alla data della valutazione (31/12/20X1), presenta la propria situazione patrimoniale riclassificata, che lo stimatore considera congrua, come segue:

STATI PATRIMONIALI		
COMPONENTI PATRIMONIALI	20X0	20X1
Cassa	5.000	5.500
Crediti vs/clienti	130.000	75.000
Magazzino	200.000	210.000
Ratei e risconti attivi	2.000	3.000
ATTIVO CORRENTE TIPICO	337.000	293.500
Immobilizzazioni immateriali	150.000	140.000
Immobilizzazioni materiali tipiche	280.000	295.000
ATTIVO IMMOBILIZZATO TIPICO	430.000	435.000
Immobili in locazione	15.000	20.000
Immobilizzazioni finanziarie	160.000	130.000
ATTIVO IMMOBILIZZATO NON TIPICO	175.000	150.000
TOTALE ATTIVO	942.000	878.500
Debiti vs/fornitori	84.000	93.000
Debiti verso istituti previdenziali	5.500	6.000
Ratei e risconti passivi	2.000	3.000
Tfr	142.000	149.000
PASSIVO CIRCOLANTE TIPICO	233.500	251.000
Debiti vs/banche a breve	340.000	260.000
Mutui passivi	230.000	225.000
PASSIVO NON TIPICO	570.000	485.000
Capitale sociale	120.000	120.000
Riserve di utili	10.000	10.000
Utile dell'esercizio	8.500	12.500
PATRIMONIO NETTO	138.500	142.500
TOTALE PASSIVO E NETTO	942.000	878.500

Sempre alla data di riferimento della valutazione, presenta i propri conti economici consuntivi e previsionali predisposti dai propri uffici, che, dopo verifica, vengono formalmente riclassificati come segue:

CONTI ECONOMICI					
COMPONENTI REDDITUALI	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
	BILANCIO	BILANCIO	BUDGET	BUDGET	BUDGET
RICAVI DI VENDITA	1.180.000	1.320.000	1.475.000	1.590.000	1.680.000
Acquisti	845.000	889.000	975.000	1.119.000	1.224.000
Variazioni rimanenze materie prime	2.000	1.000	2.000	1.400	3.000
CONSUMI MATERIE	843.000	888.000	973.000	1.117.600	1.221.000
Costi servizi industriali	160.000	181.000	196.500	208.900	217.700
Costo personale industriale	40.000	42.000	47.000	51.000	53.500
Accantonamento TFR industriale	4.700	5.000	5.400	5.680	6.020
Ammortamenti industriali	27.000	28.500	34.200	36.400	40.850
COSTO DELLA PRODUZIONE	1.074.700	1.144.500	1.256.100	1.419.580	1.539.070
Variazioni rimanenze prodotti finiti	8.000	9.000	11.000	11.800	11.300
COSTO DEL VENDUTO	1.066.700	1.135.500	1.245.100	1.407.780	1.527.770
RISULTATO LORDO INDUSTRIALE	113.300	184.500	229.900	182.220	152.230
Costi per servizi non industriali	30.000	34.000	49.000	55.800	51.900
Costi personale non industriale	10.000	11.500	11.800	12.400	13.300
Accantonamento TFR non industriale	1.800	2.000	2.200	2.600	2.890
Ammortamenti non industriali	10.000	11.800	11.950	12.730	12.970
COSTI NON INDUSTRIALI	51.800	59.300	74.950	83.530	81.060
REDDITO OPERATIVO CARATTERISTICO	61.500	125.200	154.950	98.690	71.170
Proventi da partecipazioni	8.500	7.200			
Altri proventi accessori	2.000	1.400			
Altri oneri accessori	1.500	3.900			
RISULTATO GESTIONE ACCESSORIA	9.000	4.700			
RISULTATO OPERATIVO	70.500	129.900			
Oneri finanziari	32.000	29.500			
REDDITO DI COMPETENZA (O ORDINARIO)	38.500	100.400			
Imposte d'esercizio	9.000	23.900			
UTILE DELL'ESERCIZIO	29.500	76.500			

Inoltre, presenta un budget riguardante le poste del capitale circolante netto tipico:

POSTE DEL CIRCOLANTE	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Crediti commerciali	130.000	75.000	108.000	121.400	114.700
Rimanenze finali prodotti finiti	110.000	119.000	130.000	141.800	153.100
Rimanenze finali materie prime	90.000	91.000	93.000	94.400	97.400
Ratei attivi	2.000	3.000	2.500	3.200	3.150
ATTIVO CORRENTE TIPICO	332.000	288.000	333.500	360.800	368.350
Debiti verso fornitori	84.000	93.000	95.400	107.040	101.340
Debiti previdenziali	5.500	6.000	5.800	6.600	6.100
Ratei passivi	2.000	3.000	1.900	1.180	1.640
Tfr	142.000	149.000	156.600	164.880	173.790
PASSIVO CIRCOLANTE TIPICO	233.500	251.000	259.700	279.700	282.870
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO TIPICO	98.500	37.000	73.800	81.100	85.480
DELTA CCNT		- 61.500	36.800	7.300	4.380

Gli investimenti tipici programmati sono previsti in via decrementale, con impiego di risorse che assumono le seguenti entità:

INVESTIMENTI PREVISTI	20X2	20X3	20X4
Acquisizione beni strumentali	40.000	32.000	25.000

Sulla base dei conti economici previsionali e del budget delle poste del circolante, vengono previsti i flussi di cassa operativi:

RISULTATI E FLUSSI ATTESI	20X2	20X3	20X4
RISULTATO OPERATIVO CARATTERISTICO	154.950	98.690	71.170
Ammortamenti	46.150	49.130	53.820
Imposte sul ROC	- 42.611	- 27.140	- 19.572
FLUSSO DI CCN TIPICO	158.489	120.680	105.418
Variazione CCN tipico	36.800	7.300	4.380
Investimenti	40.000	32.000	25.000
FLUSSI DI CASSA OPERATIVI	81.689	81.380	76.038

Al risultato operativo caratteristico vanno aggiunti i soli ammortamenti, in quanto si tratta di **costi non monetari**, non l'accantonamento a fondi, che è già considerato nella successiva variazione di CCN tipico (in cui sono considerati accantonamenti e utilizzi del TFR).

Le imposte sul ROC (Ires e Irap) vengono quantificate sulle rispettive basi imponibili (conteggio effettuato a latere).

Successivamente, il valutatore procede a quantificare il WACC, la cui formula pondera capitale di terzi (al netto del carico tributario - Ires, non inciso dall'Irap) e capitale proprio:

$$WACC = k_d (1 - t) \frac{D}{D + E} + k_e \frac{E}{D + E}$$

La quantificazione del costo del debito finanziario (**kd**) viene parametrata sulla base degli oneri finanziari dell'esercizio 20X1, rilevati in conto economico, e rapportati all'indebitamento finanziario (debiti bancari a breve e mutui passivi):

$$k_d = \frac{29.500}{485.000} = 6,08\%$$

Tale procedimento è metodologicamente difendibile solo se si assume **D** a valori correnti e rettificati. Restano comunque i limiti sia di un tasso medio di origine contabile che della rapportazione valori flusso a valori fondo.

La quantificazione del costo del capitale proprio (**ke**) viene, invece, espressa mediante il **CAPM** (in base al quale il premio per il rischio (**s**) = **β** (coefficiente di rischio sistematica) per **rm – r**) dove il **beta** è assunto pari a 1,25, il tasso privo di rischio (**r**) pari al 3,5% e il rendimento medio del mercato (**rm**) pari al 6,25%:

$$i = r + s = r + \beta (r_m - r) = 0,035 + 1,25 (0,0625 - 0,035) = 6,94\%$$

D esprime la posizione finanziaria netta aziendale ottenuta sottraendo dall'indebitamento finanziario dell'esercizio 20X1 le disponibilità liquide:

$$D = 485.000 - 5.500 = 479.500$$

A sua volta **E** a valori correnti si reputa coincidente con il valore del patrimonio netto: euro 142.500.

Il totale delle fonti di finanziamento (**D + E**) è, quindi, pari a euro 622.000 e percentualmente l'incidenza di $\frac{D}{D + E}$ si ha al 77,09%, mentre l'incidenza di $\frac{E}{D + E}$ si ha al 22,91%.

$$WACC = 0,0608 (1 - 0,24) 0,7709 + 0,0694 \cdot 0,2291 = 5,15\%$$

Una volta calcolati i flussi di cassa e il WACC, non resta che applicare la formula del metodo finanziario, sommando l'**attualizzazione** dei **primi tre flussi di cassa** con l'**attualizzazione** del **terminal value**, ottenuto come rendita perpetua, pari al flusso del terzo anno e tenuto conto di un **tasso di crescita (g)** dello 0,5%:

VALORE DELL'AZIENDA	$V = \sum_{t=1}^n \frac{F}{(1+i)^t} + \frac{V_r}{(1+i)^n}$
---------------------	--

$$\begin{aligned}
 V &= \sum_{t=20 \times 2}^{20 \times 4} F_t (1 + \text{WACC})^{-t} + \frac{F_{20 \times 4}}{(\text{WACC} - g)} (1 + \text{WACC})^{-3} = \\
 &= \frac{81.689}{(1 + 0,0515)} + \frac{81.380}{(1 + 0,0515)^2} + \frac{76.038}{(1 + 0,0515)^3} + \frac{76.038 (1 + 0,0515)^{-3}}{(0,0515 - 0,005)} = \\
 &= 77.688 + 73.604 + 65.404 + 1.406.533 = 1.623.229
 \end{aligned}$$

Se si opera con flussi di cassa **unlevered**, essi vanno attualizzati utilizzando il **WACC**, in quanto il tasso tiene così conto del costo del debito e del beneficio fiscale da esso generato.

Nel caso in cui, invece, si operi con flussi **levered** (flussi di cassa disponibili), questi ultimi devono essere attualizzati ad un costo che **non è il WACC**, ma che rappresenta l'onere figurativo del capitale investito dalla proprietà, quale il **costo del capitale (ke)**.

Per ottenere il valore del capitale economico, al risultato ottenuto va, infine, **sottratta** la **posizione finanziaria netta** (euro 479.500, così come calcolato in precedenza) e **sommata** i **surplus asset**, per le **immobilizzazioni non tipiche**, rilevate dallo stato patrimoniale 20X1, ossia gli immobili concessi in locazione (euro 20.000) e le immobilizzazioni finanziarie (euro 130.000), se la valutazione viene estesa a tutto il complesso aziendale, incluso il **patrimonio accessorio**.

VALORE DELL'AZIENDA	1.293.729
---------------------	-----------

Metodi

Redditali *Semplificati*

Secondo il **metodo reddituale**, l'azienda vale quanto il reddito che è in grado di produrre, vale a dire, il valore dell'azienda consiste nella **somma dei flussi di reddito futuri, attualizzati** ad un **tasso** espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri investiti. Nella sua pratica applicazione, emergono spesso forti **difficoltà**, poiché il processo di *normalizzazione* dei redditi, pur ponendosi correttamente l'obiettivo di superare le politiche di bilancio, rischia di introdurre elementi di **arbitrio** e di **soggettività** nel processo di stima dei futuri flussi di reddito.

$$W = R_1 + R_2 + \dots + R_n$$

W = valore economico del capitale **R** = reddito futuro nell'anno **n**

$$W = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n}$$

i = tasso di attualizzazione

Presuppone una condizione di *going concern*.

All'aumentare di **n** aumenta l'*aleatorietà* della previsione del reddito.

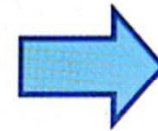
I PIV III.1.32 suggeriscono, in linea di massima, di utilizzare il *metodo reddituale* nelle situazioni aziendali stabilizzate (c.d. *steady state*: non si genera significativa crescita dalle risorse a disposizione: **flusso stabile**; flusso stabile **per un periodo indefinito**; crescita possibile solo reinvestendo gli utili; **flusso di reddito** $\approx$ **flusso di cassa**), e di fare ricorso al *metodo finanziario* nelle situazioni caratterizzate da fattori **evolutivi**, ossia quando è necessario seguire lo sviluppo di risultati variabili nel tempo. Se ne prende atto, ovviamente, ma la verità è che i due metodi, fondandosi entrambi sui *flussi*, hanno in comune molti **pregi e difetti**.

L'applicazione del **metodo reddituale** comporta lo svolgimento di **tre passaggi** logici.

Nel *primo*), il valutatore deve definire l'**orizzonte temporale** dell'analisi, la cui estensione (da pochi anni (3-5 anni) all'infinito (secondo i PIV (III.1.31)) dipende da molteplici variabili, tra le quali assumono particolare importanza la **disponibilità** e l'**attendibilità** della **documentazione** ricevuta (ultimi bilanci approvati, con allegati le relazioni sulla gestione e del collegio sindacale, il *budget* dell'esercizio in corso e di quelli precedenti, il piano previsionale (triennale o quinquennale), ulteriore documentazione specifica relativa all'azienda, così come gli studi e le analisi di settore e di mercato).

Tempo illimitato

Se ipotizziamo che la vita dell'azienda
sia di durata indefinita



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

Tempo limitato

Se ipotizziamo che la vita dell'azienda
sia di durata definita

$$W = R \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = Ra_{\overline{n}|i}$$

- Esempio di calcolo con durata illimitata della vita dell'azienda

- Reddito medio prospettico: € 500,000
- Tasso di attualizzazione: 10%
- $V = R/i = 5000,000 / 0,10 = 5,000,000$

- Esempio di calcolo con orizzonte temporale limitato:

- Reddito medio prospettico: € 500,000
- Tasso di attualizzazione: 10%
- Orizzonte temporale = 20 anni

$$V = R a_{\overline{n}|i} = R \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = 500.000 \frac{(1+0,1)^{20} - 1}{0,1(1+0,1)^{20}}$$

Formula di excel:

+VA(tasso_int;periodi;pagam)

Facendo attenzione a inserire i dati nella stessa unità di misura (se il tasso di interesse è annuo anche il reddito deve essere annuo e il periodo espresso in anni)

$$V = 500.000 \frac{5,73}{0,67} \rightarrow V = 500.000 \times 8,55 = € 4.275.000$$

Nel *secondo*), si deve procedere alla stima dei **flussi** di reddito « **normali attesi**».

Per reddito **normale** si intende un reddito privo di componenti straordinarie e al netto di eventuali politiche di bilancio (che prevedono generalmente diverse finalità). A tale processo di normalizzazione, si affianca un processo di **integrazione** del reddito d'esercizio con quelle componenti economiche che, pur non essendo oggetto di rilevazione, incidono sulla capacità reddituale dell'azienda. Ciò al fine di giungere alla determinazione di un risultato economico il più possibile “completo”.

Le operazioni di *normalizzazione* e *integrazione* sono effettuate prevalentemente su **dati storico-consuntivi**, si fa, cioè, riferimento alla proiezione dei *risultati storici*, ai *risultati programmati*, alla *crescita attesa* e alle *opzioni innovative*. Negli approcci della proiezione dei *risultati storici* e dei *risultati programmati* (che portano alla stima del valore di **capitale economico**), per la stima dei redditi attesi si fa riferimento alla capacità di reddito già conseguita dall'azienda nel corso della gestione trascorsa, o acquisibile con ragionevole probabilità sulla base di **premesse economiche già in atto e ben individuate**. Diversamente, negli approcci della *crescita attesa* e delle *opzioni innovative* (che conducono alla definizione del c.d. **capitale potenziale**) si cerca di dare una misura delle capacità di reddito future seppur non ancora raggiunte ma realizzabili, le cui **premesse economiche non sono ancora state costruite**.

Nel *terzo*) si deve determinare il **tasso di attualizzazione** che deve essere *coerente* con la configurazione prescelta dei flussi di reddito normali attesi.

Se, infatti, l'esperto decide di adottare un approccio *equity side*, dovrà utilizzare i **flussi di reddito netti** e un **tasso** capace di esprimere il costo-opportunità dei mezzi propri, quale il **cost of equity (Ke)**. Il Cost of equity è il **costo del capitale proprio** (rendimento atteso del capitale di rischio). Il Costo del capitale proprio è il **tasso minimo** che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per **remunerare gli azionisti**.

Se, diversamente, viene effettuata una valutazione *asset side*, la configurazione dei flussi di reddito deve esprimere il **risultato della gestione al lordo degli oneri finanziari** (*debt-free earnings*), come ad esempio il *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT) e il **tasso di attualizzazione** è il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* (**WACC**)), ossia, la media ponderata tra il costo del capitale proprio e il costo del capitale di debito. Il WACC è il **tasso minimo** che un'azienda deve generare come rendimento dei propri investimenti per **remunerare i creditori, gli azionisti e gli altri fornitori di capitale**. Il WACC è quindi calcolato tenendo conto del peso relativo di ciascuna componente della struttura del capitale (proprio e di debito).

WACC – Costo medio ponderato del capitale

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d(1-t) * D/(D+E)$$

Cost of Equity

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

Cost of Equity: rappresenta il rendimento medio atteso del capitale azionario

1. **Rf (Risk free rate):** tasso privo di rischio del Paese oggetto di analisi
2. **Rm – Rf (ERP: equity risk premium):** è il Premio di mercato per il rischio azionario (rinvenibile da fonti esterne). Non deve includere il rischio paese se già compreso nel Risk free rate
3. **Beta:** il parametro β misura il rischio sistematico non diversificabile di un asset nel mercato; misura la correlazione fra i rendimenti attesi dell'investimento e i rendimenti attesi del mercato azionario di riferimento
4. **α :** rischio specifico dell'azienda (es. Small size premium, sommato al costo del capitale per tener conto della > rischiosità delle piccole aziende nel reperire finanziamenti)

Cost of Debt post tax

$$K_d \cdot (1-t)$$

Cost of Debt: è il tasso teorico di rifinanziamento a titolo oneroso, al netto della fiscalità media effettiva “*t*” della Società (applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari)

Deve essere quindi individuata la:

- **struttura finanziaria prospettica sostenibile** dalla Società, definibile, ad esempio, in base a valori medi rilevati su un campione di società comparabili (nell'assunzione che, nel lungo periodo, la struttura finanziaria della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*)

Rapporto di Indebitamento e Costi di dissesto: in presenza di rapporti di indebitamento elevati il wacc non potrà essere $\leq k_e$ (come solitamente è) poiché i costi di dissesto più che compensano i benefici fiscali connessi alla deducibilità degli OF

Nella prassi si utilizzano due metodi alternativi semplificati:

2 METODOLOGIE ALTERNATIVE



Metodo dei Risultati Programmati o Semplice

Tale metodologia si basa su di un piano nel quale sono previsti i **singoli redditi** che si stima l'azienda produrrà nei **prossimi anni** a venire.



Metodo adatto nella valutazione di aziende in fase di *ristrutturazione* o in fase di *start-up* dove sono inesistenti o non più rappresentativi della realtà aziendale i dati relativi agli anni passati.



Metodo del Reddito Medio Prospettico Normalizzato o Complesso

Stima il valore economico del capitale prendendo a riferimento la **ricchezza** che ragionevolmente l'azienda riuscirà a **produrre** negli anni a venire nell'ipotesi di **normale svolgimento della gestione**.



Metodo adatto nella valutazione di aziende che hanno raggiunto una fase di *maturità* e non prevedono radicali trasformazioni del loro business.

Metodo dei Risultati Programmati o Semplice

La valutazione avviene sulla base di un piano aziendale fornito al perito nel quale sono *puntualmente* indicati i **redditi attesi** per ogni anno a venire.

Il metodo **reddituale semplice** si basa sulla stima di un flusso di redditi **costanti**, ovvero su un reddito “medio”, “normale”, “duraturo” (per aziende con vita futura limitata o illimitata).

Il metodo **reddituale complesso** costituisce un’evoluzione del precedente. Attualizza, infatti, i flussi di reddito previsti **anno per anno**, fino al termine dell’orizzonte temporale del periodo esplicito di previsione, poi stima un VF (applicazione pressoché limitata alle aziende che elaborano piani e programmi di gestione di durata non superiori a 5 anni).

Problema di **attendibilità** del business plan. È accettato l’approccio semplificato con un **unico tasso per tutti i flussi**.

$$W = \frac{R_1}{(1+i)} + \frac{R_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{R_n}{(1+i)^n} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

W = valore economico del capitale

R = reddito futuro nell’anno *n* (in genere *non oltre i 5-7 anni* per ragioni di attendibilità della stima)

n = numero di anni coperti dal piano aziendale

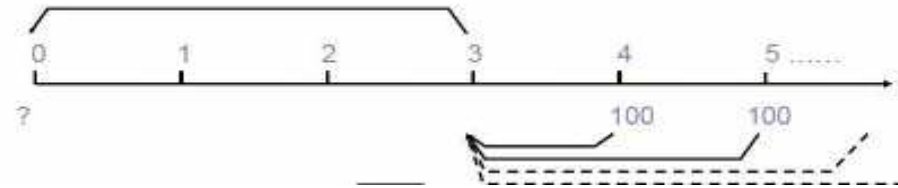
i = tasso di attualizzazione

VF = *Terminal Value*, ossia, valore finale al momento della scadenza del piano

Esempio :

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_n v^n + R/i v^n$$

$$3 \leq n \leq 5$$



	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	356.597	694.976	555.933	634.803	533.057	
Oneri finanziari (mutui)	-18.914	-9.123	-11.700	-10.234	-66.465	
Proventi e oneri straordinari	-7.075	7.380	3.935	68.050		
RAI	330.608	693.233	548.168	692.619	466.592	
Imposte correnti	-166.850	-269.622	-228.304	-240.051	-219.265	
Imposte differite	-4.396	5.805	4.394	-14.717		
Utile (perdita) di esercizio	159.362	429.416	324.258	437.851	247.327	319.643
Eliminazione partite straordinarie	7.075	-7.380	-3.935	-68.050		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.946	2.029	1.082	18.714		
Reddito normalizzato	164.491	424.065	321.405	388.515	247.327	309.161

$$W = R/i \text{ (durata illimitata)}$$

$$W = 309.161 / 8\% = \text{€ } 3.864.512,5$$

Metodo del Reddito Medio Prospettico Normalizzato o Complesso

La **normalizzazione** dei redditi passati (depurare i risultati economici conseguiti dall'azienda) : **cosa si rettifica?**

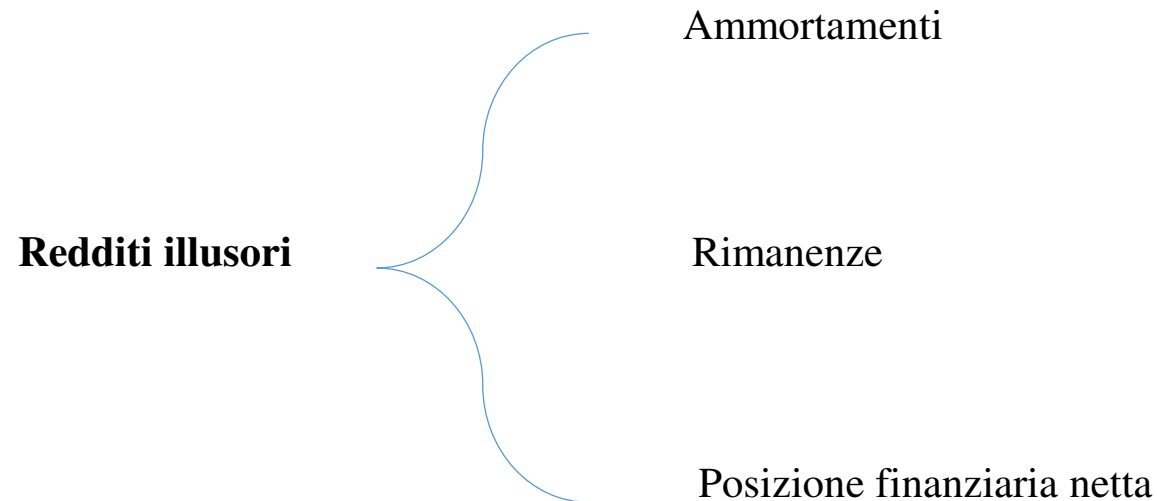
1. **Proventi ed oneri straordinari:** generalmente non tendono a verificarsi nuovamente negli anni a venire e quindi il perito che effettua la valutazione deve prontamente eliminarli dal conto economico degli anni passati.
2. **Oneri figurativi:** consumo di risorse che l'azienda fa in relazione a fattori produttivi per i quali non ha effettuato alcun esborso monetario (es. stipendi ai membri della famiglia che prestano la loro opera nelle aziende a conduzione familiare – costi per l'affitto dell'immobile di proprietà dell'imprenditore).
3. **Gestioni accessorie:** attività collaterali e distinte da quella che è l'attività tipica dell'impresa (es. una società di produzione di scarpe che investe i propri guadagni nell'acquisto di immobili (non strumentali all'attività principale) che concede in locazione a terzi), si devono eliminare dal conto economico (relativo alla gestione normale).
4. **Politiche di bilancio:** attività poste in essere dagli amministratori con lo scopo di condizionare il risultato d'esercizio in relazione a loro specifiche finalità.
5. **Interferenze fiscali:** a seconda del momento storico in cui si valuta un'azienda è possibile che ragioni di natura esclusivamente fiscale condizionino il risultato di esercizio.
6. **Plusvalenze latenti:** sono gli aumenti di valore dei beni (tangibili e intangibili) iscritti nel patrimonio dell'azienda che, in molti casi, non vengono rappresentati nei bilanci. Ciò implica che il bilancio di esercizio non recepisce immediatamente questo incremento di valore ma lo rileva, spesso, tutto insieme, negli anni successivi.

7. **Inflazione:** fenomeno che influenza i risultati di bilancio ed in particolare può generare problemi di coerenza tra tasso di attualizzazione e flusso di reddito da attualizzare; allineamento temporale e redditi illusori.

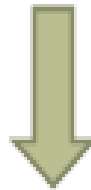
Per una corretta valutazione del valore aziendale si rende necessario un riallineamento di tali valori con i livelli correnti di inflazione. Questa operazione si risolve, nella maggior parte dei casi, con una semplice moltiplicazione (risultato d'esercizio moltiplicato per il tasso di inflazione di riferimento).



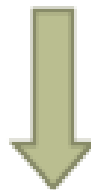
Problema dei **redditi illusori**



NORMALIZZAZIONE



RIPRISTINO della situazione *ex-ante*

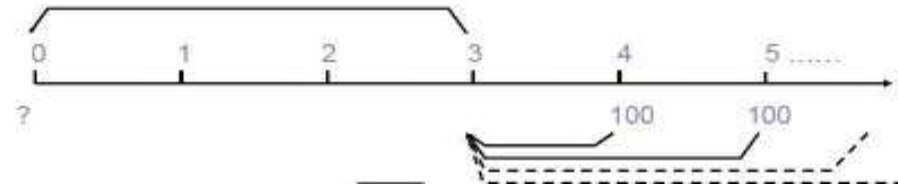


mediante l'eliminazione degli effetti delle "politiche di bilancio" e dei componenti straordinari che hanno "inquinato" il reddito di componenti non espressivi della normale capacità reddituale

Esempio :

$$W = R_1 v^1 + R_2 v^2 + \dots + R_n v^n + \frac{R}{i} v^n$$

$$3 \leq n \leq 5$$



	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	356.597	694.976	555.933	634.803	533.057	
Oneri finanziari (mutui)	-18.914	-9.123	-11.700	-10.234	-66.465	
Proventi e oneri straordinari	-7.075	7.380	3.935	68.050		
RAI	330.608	693.233	548.168	692.619	466.592	
Imposte correnti	-166.850	-269.622	-228.304	-240.051	-219.265	
Imposte differite	-4.396	5.805	4.394	-14.717		
Utile (perdita) di esercizio	159.362	429.416	324.258	437.851	247.327	319.643
Eliminazione partite straordinarie	7.075	-7.380	-3.935	-68.050		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.946	2.029	1.082	18.714		
Reddito normalizzato	164.491	424.065	321.405	388.515	247.327	309.161

$$i = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

$r_f = 3\%$ (rendimento dei buoni del tesoro poliennali con vita residua 10 anni)

$r_m - r_f = 5\%$ (premio per il rischio)

$\beta = 1$ (significa che l'andamento del settore di riferimento dell'impresa è nella stessa direzione del mercato, ha la stessa volatilità e pertanto lo stesso rischio);

$i = 8\%$

Attualizzazione (anni)	coefficienti attualizzazione $[1/(1+i)^n]$	Redditi	Flussi attualizzati	
1	0,925925926	164.491,00 €	152.306,48 €	
2	0,85733882	424.065,00 €	363.567,39 €	
3	0,793832241	321.405,00 €	255.141,65 €	
4	0,735029853	388.515,00 €	285.570,12 €	
5	0,680583197	247.327,00 €	168.326,60 €	
dal 6 in poi		309.161,00 €	2.630.122,27 €	$[(R_N/i) * (1/(1+i)^5)]$
W=			3.855.034,52 €	

Dal **confronto** dei due metodi:

W = € 3.864.512,5 (con metodo reddituale semplice)

W = € 3.855.034,52 (con metodo reddituale complesso)

I metodi hanno premesse uguali (normalizzazione del reddito e tasso calcolato come somma di risk free e risk premium),

ma

la **scelta** tra il **semplice** ed il **complesso** dipende dalla **stabilità dei flussi reddituali** dell'impresa (**coerenza** del **metodo** ed **oggettività/neutralità** della **valutazione**);

Esercizio :

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie						
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato						

ipotizzando $r_f=1,4\%$; $\beta=1$; $(r_m-r_f)=6\%$

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie	6.500	-6.000	-4.000	-8.000		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato	211.320	216.879	216.890	219.670	227.850	218.522

METODO REDDITUALE SEMPLICE

	rf	β	(rm-rf)	i
$i = rf + \beta (rm - rf)$	1,40%	1	6%	7,40%

	R	i	W
$W = R/i$	218.522 €	0,074	2.952.997,30 €

METODO REDDITUALE COMPLESSO

Attualizzazione	coefficienti attualizzazione $[1/(1+i)^n]$	Redditi	Flussi attualizzati
1	0,931098696	211.320,00 €	196.759,78 €
2	0,866944783	216.879,00 €	188.022,12 €
3	0,807211157	216.890,00 €	175.076,03 €
4	0,751593256	219.670,00 €	165.102,49 €
5	0,699807501	227.850,00 €	159.451,14 €
dal 6 in poi		218.521,80 €	2.066.529,66 €
W=			2.950.941,21 €

$[(R_N/i) * (1/(1+i)^5)]$

W = € 2.952.997,30 (con metodo reddituale semplice)

W = € 2.950.941,21 (con metodo reddituale complesso)

Ipotesi di **redditi costanti** e **durata illimitata** dell'azienda (cd. formula della *rendita perpetua*)

$$W = \frac{\bar{R}}{(1+i)} + \frac{\bar{R}}{(1+i)^2} + \frac{\bar{R}}{(1+i)^3} + \dots = \frac{\bar{R}}{i}$$

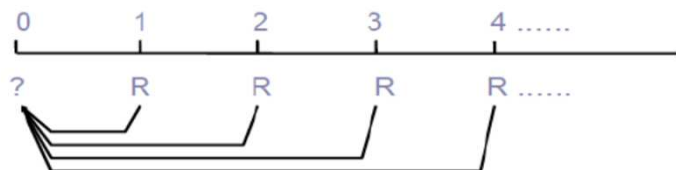
W = Valore economico del capitale (valore dell'azienda)

R = Reddito **medio** prospettico o normalizzato (normale atteso)

i = tasso di attualizzazione ($i = r + s$)

r = tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio

s = tasso rappresentativo il rischio di impresa



Esempio :

$$R = 500.000 \quad i = 10\%$$

$$W = \frac{500.000}{0,1} = 5.000.000$$

Dall'analisi delle formule emergono le **domande** a cui è necessario rispondere:

- come **individuare** il reddito ?
- è sufficiente la **valorizzazione contabile** del reddito ?
- quale **configurazione** di reddito bisogna assumere ?
- come si determina il **tasso di attualizzazione** ?
- quale **orizzonte temporale** bisogna assumere ?

Come **individuare** il **reddito** ?

- su base **storica**: reddito pari alla media degli ultimi 3/5 anni (attendibile?)
- **proiezione**: se c'è un andamento costante e senza la necessità di investimenti che sostengano la crescita
- **programmato**: su budget / business plan

Il reddito **contabile** deve essere **normalizzato** allo scopo di individuare la reale capacità reddituale dell'azienda al netto di elementi casuali o non ripetibili:

- eliminazione componenti straordinarie e non ripetibili (contributi, ...)
- eliminazione di proventi ed oneri non caratteristici
- neutralizzazione politiche di bilancio (ammortamenti, magazzino, ...)
- considerazione dei costi figurativi (compenso imprenditore e affitto immobili)

Principali **voci critiche** oggetto di normalizzazione:

- variazione rimanenze: verifica fisica, valutazione prodotti finiti al prezzo di vendita, semilavorati al costo di produzione, materie prime a costi recenti;
- lavori in corso: in base alla percentuale di completamento;
- altri ricavi: eliminazione voci extra caratteristiche, non ricorrenti e straordinarie;
- godimento beni di terzi: congruità rispetto all'attività ed eliminazione dei vantaggi per soci e amministratori;
- ammortamenti e accantonamenti: no criteri fiscali o forfettari;
- oneri diversi di gestione: eliminazione voci extra caratteristiche, non ricorrenti e straordinarie;
- proventi e oneri finanziari: eliminazione voci non riferite all'attività caratteristica;
- imposte: ricalcolo del carico fiscale teorico.

Quale **configurazione** di reddito?

- netto: con imposte ricalcolate sul reddito normalizzato;
- Ebitda: per neutralizzare le politiche di ammortamento e la struttura finanziaria;
- Ebit: per neutralizzare gli effetti della struttura finanziaria;
- NOPAT (Net Operating Profit After Taxes): per tener conto della componente fiscale.



Dipende dall'approccio

Asset Side

o

Equity Side



Reddito Netto



NOPAT

Fattori che influenzano il **tasso di attualizzazione**

Interni

- tipologia/dimensione dell'azienda
- settore di attività
- efficienza e flessibilità aziendali
- struttura finanziaria e patrimoniale
- continuità di utili o perdite
- tasso di innovazione

Esterni

- situazione economica generale
- situazione economica del settore di appartenenza
- prospettive del settore di appartenenza
- livello concorrenziale

Si devono indicare i **percorsi di metodo** seguiti e le **fonti** di cui ci si è avvalsi per la determinazione dei tassi utilizzati nelle valutazioni, indicando le ragioni delle scelte fatte (PIV III.1.43). Anche in questo caso va privilegiata la **trasparenza informativa**.

Determinazione del

Tasso di Attualizzazione i

$$i = r + s$$

r → rappresenta la **remunerazione** degli **investimenti privi di rischio** ovvero quella parte del tasso che valorizza il fattore tempo (costo per la rinuncia a disporre di una quantità di denaro per un certo tempo). Sul mercato non esistono forme di investimento che siano prive di rischio. Quindi, per una corretta stima del tasso r , è necessario ricorrere all'utilizzo dei rendimenti prodotti dai titoli di Stato, i quali per caratteristiche sono tra i titoli meno rischiosi che si trovano sul mercato.

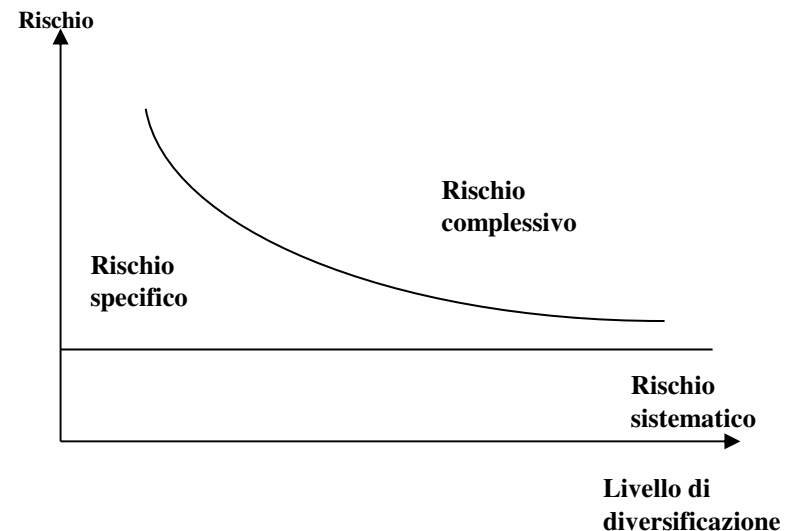
- **BOT**: il loro rendimento è molto prossimo al tasso di rendimento di investimenti privi di rischio, tuttavia, essendo titoli a breve scadenza, si distinguono per la mancata coerenza temporale tra stima del tasso e natura del flusso;
- **CCT e BTP**: titoli di Stato a più lunga scadenza, risentono maggiormente del rischio di variazione dei tassi che ne limita l'utilizzo per la corretta stima di r ; però, presentano una maggiore coerenza temporale con i flussi da attualizzare;
- **Rendistato**: non rappresenta un titolo di Stato ma una media ponderata dei rendimenti dei diversi titoli di Stato pubblicata mensilmente dalla Banca d'Italia. Nel calcolo del Rendistato si attribuisce un maggior peso ai titoli a medio e lungo termine, caratterizzati da una migliore coerenza tra i tassi e i flussi da attualizzare.

S → rappresenta la **remunerazione** per il **rischio di impresa**. Inizialmente questo tasso veniva determinato attraverso un procedimento empirico deduttivo. Poi, col passare degli anni, nella pratica professionale, sono stati introdotti metodi più analitici ed in particolare:

- **Capital Asset Pricing Model (CAPM)**
- **Arbitrage Pricing Theory (APT)**

Principi comuni

- a) l'imprenditore è **avverso al rischio** ossia maggiore è il rischio e maggiore dovrà essere il rendimento atteso;
- b) il rischio è associato alla **variabilità dei rendimenti attesi** e si divide in rischio sistematico e rischio specifico;
- c) il **rischio sistematico** è legato all'intero sistema economico;
- d) il **rischio specifico** riguarda solo l'azienda o i suoi più vicini competitors e può essere eliminato attraverso la diversificazione del portafoglio.



Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Il modello del **CAPM** prevede che il **rendimento atteso** del **capitale proprio** sia pari ad una **componente priva di rischio** e ad un **premio** misurato dal prodotto del **rendimento del portafoglio di mercato** e del **beta**.

Il **Beta** nel **CAPM** rappresenta il **coefficiente di rischio** specificamente attribuibile all'impresa in considerazione del **tipo di attività esercitata**, ovvero, misura la **sensibilità** del **rendimento** di un singolo titolo al **rendimento del portafoglio di mercato**. Poichè il modello assume che la diversificazione di portafoglio annulli tutti i rischi specifici, l'unico rischio remunerato rimane il **rischio di sistema economico** che impatta su tutti i titoli. Il **Beta** misura l'entità di tale impatto distinguendo:

1. Titoli aggressivi con **beta maggiore di 1**;
2. Titoli difensivi con **beta minore di 1**;
3. Titoli con lo stesso rischio del portafoglio di mercato (**beta uguale ad 1**). Ne deriva che un titolo secondo il CAPM sarà tanto più rischioso quanto più è sensibile al ciclo economico (rischio di mercato). Il rischio sarà aumentato da una rigida struttura dei costi (leva operativa) e da un elevato indebitamento (leva finanziaria).

Un Esempio di Beta: Autogrill



Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$s = \beta(r_m - r_s)$$

r_m = rappresenta il rendimento del mercato azionario

r_s = rappresenta il rendimento dei titoli di Stato

$(r_m - r_s)$ = rappresenta il differenziale tra quanto rende il mercato e quanto rende l'investimento in titoli di Stato

β = misura il grado di esposizione dell'azienda al rischio sistematico:

- $\beta > 1$ il titolo azionario risente fortemente dell'andamento generale dell'economia;
- $\beta < 1$ il titolo azionario è in questo caso difensivo perché poco sensibile all'andamento generale dell'economia.
- $\beta = 1$ il rendimento delle aziende con β uguale a 1 replica esattamente l'andamento del mercato. Per tale ragione si parla di aziende cicliche.

Il principale **limite** del **CAPM** è costituito dal fatto che il modello bilancia rendimenti e rischi nell'ottica di un **portafoglio** di investimenti ben **diversificato**, prospettiva che non è sempre appropriata quando si valuta un investimento in un'azienda.

Altri limiti si incontrano nella valutazione di aziende di minori dimensioni, le cd. **small caps**.

In sede di applicazione del CAPM, si deve prestare particolare attenzione a **tre** variabili principali:

- 1) il tasso esente da rischio (c.d. **risk free rate**);
- 2) il **premio** per il **rischio** di **mercato**;
- 3) il **coefficiente beta** appropriato (come indicatore del rischio sistematico) all'azienda o al ramo d'azienda da valutare (**PIV III.1.45**).

I **problemi** che si pongono sono sostanzialmente **tre**:

- 1) la inclusione del **rischio Paese** alternativamente nel free risk rate o nel market risk premium o nel coefficiente beta;
- 2) la selezione del **rischio di mercato**, considerando che il risk free rate e il market risk premium non sono fra loro indipendenti;
- 3) la individuazione di un **coefficiente Beta** appropriato; i coefficienti beta possono essere calcolati con riferimento a rendimenti diversi (giornalieri, settimanali o mensili) e ad indici diversi (nazionali, europei, globali).

Ai fini della determinazione del **costo medio ponderato del capitale**, deve essere individuata la **struttura finanziaria prospetticamente sostenibile**.

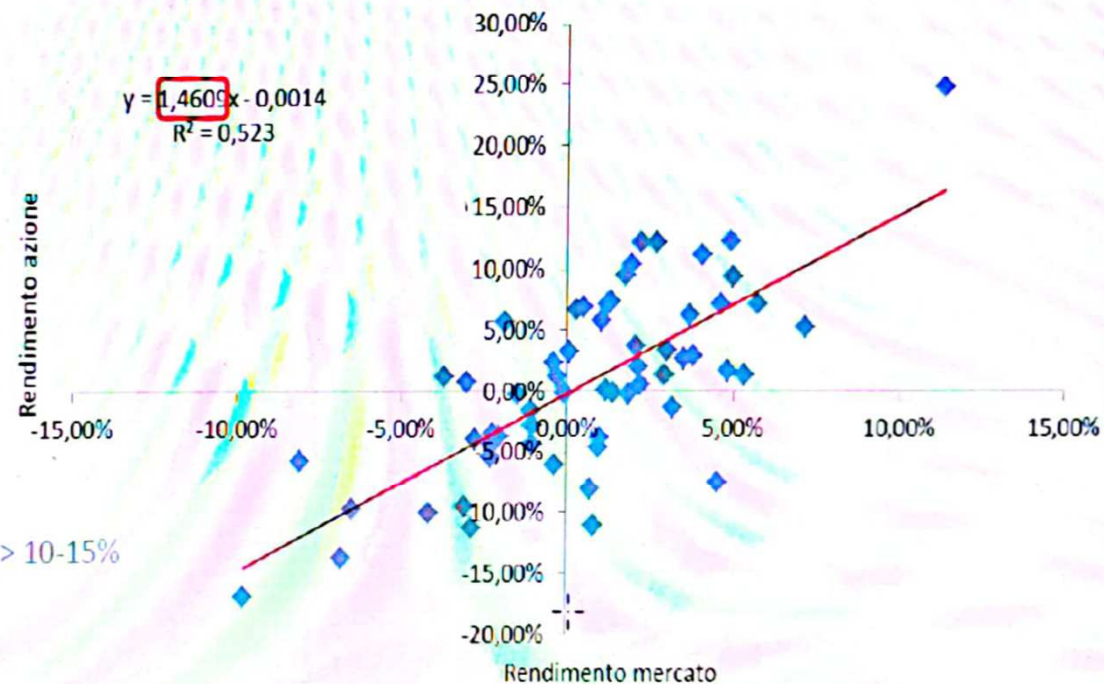
Quando tale struttura è destinata a variare in misura rilevante per effetto di scelte programmate, è necessario tenerne conto con soluzioni tecniche appropriate (PIV III.1.46). A causa dei vincoli che limitano le scelte di struttura finanziaria di gran parte delle imprese osservate nella realtà, la struttura astrattamente ottimale, o comunque prevalente nel settore di riferimento può non essere concretamente realizzabile nella particolare entità esaminata.

Coefficiente Beta: indicatore di rischio sistematico di un asset nel mercato. È la pendenza della retta di regressione tra i rendimenti del titolo e del portafoglio di mercato.

Misurazione: (1) individuazione società quotate comparabili, il cui Beta deve essere statisticamente significativo (2) conversione dei Beta *levered* comparabili in *unlevered* e (3) riconversione in Beta *levered* in funzione della struttura finanziaria dell'azienda (formula di Hamada)

Titolo Johnson Controls Inc
Indice borsa NYSE
Data 14/10/15
Periodo 5 anni
Frequenza mensile

Statistica della regressione	
R multiplo	0,7232
R al quadrato	52,30%
R al quadrato corretto	51,46%
Errore standard	0,0525
Osservazioni	59

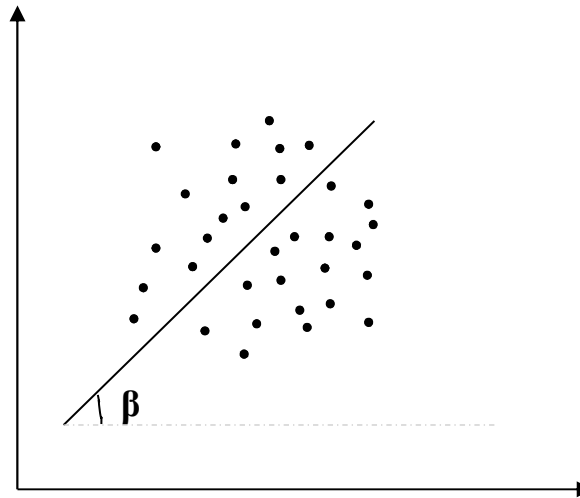


	Coefficienti	Errore standard	Stat t	Valore di significatività
Intercetta	-0,0014	0,0069	-0,2013	84,12%
Beta	1,4609	0,1848	7,9050	0,00%

Stima del valore di β

Il valore di β si determina come rapporto tra una covarianza ed una varianza e rappresenta la pendenza della retta che interpola la nuvola di punti

$$\beta = \frac{COV(r_m; r_s)}{VAR(r_m)}$$



Il **Beta** può essere *rettificato* per tenere conto del **rischio finanziario** secondo la formula di **Hamada**.

Poichè il rischio finanziario cresce al crescere del **rapporto di indebitamento D/Wequity**, il coefficiente Beta dovrebbe essere **maggiore** per le **imprese più indebitate**. Per escludere dal Beta la componente di remunerazione del rischio finanziario si può applicare la formula di Hamada (PIV III.1.45 - commenti).

Applicando la formula in **modo diretto o inverso** si può passare dal Beta osservato (**Beta Equity**) al **Beta Asset Unlevered** che esprime il solo **rischio operativo**.

La formula è particolarmente utile nelle **analisi comparative** o in ipotesi di previsione di **modifica del rapporto di indebitamento**.

La pratica professionale ricorre ad alcune soluzioni per stimare il β

1) **β pubblici:** metodo utilizzabile nel caso in cui la valutazione coinvolga società quotate in borsa per le quali vengono pubblicati i β ;

2) **β di aziende simili:** metodologia utilizzata per le società non quotate che consiste nel ricercare sul mercato società quotate che presentano caratteristiche simili rispetto all'azienda che si intende valutare. Nel considerare β simili occorre depurarli dal rischio finanziario della società quotata presa a riferimento ed aggiungere il valore del rischio finanziario dell'azienda che si intende valutare:

β_L (levered) è il β comprensivo del rischio finanziario
 β_U (unlevered) è il β che misura soltanto il rischio operativo

$$\beta_L = \beta_U \cdot \left(1 + \frac{D}{E} (1 - t) \right)$$

D = debiti **E** = equity (capitale proprio) **t** = aliquota fiscale

FORMULA DI HAMADA

$$\beta_U = \frac{\beta_L}{\left[1 + \frac{D}{E} (1 - t) \right]}$$

Partendo dal β_L della società quotata presa come riferimento si può arrivare alla determinazione del β_u specifico dell'azienda oggetto della valutazione.

3) β di settore: i β di settore rappresentano l'esposizione al rischio sistematico del settore considerato.

Una volta determinato il β_L dell'azienda che si intende valutare è possibile pervenire alla stima di s attraverso la formula $s = \beta (r_m - r_s)$

La determinazione del differenziale $(r_m - r_s)$, detto anche “market risk premium”, può avvenire secondo una delle due metodologie:

Metodo storico $\longrightarrow$ parte dall'analisi storica dei valori che ha assunto questo premio negli anni passati. Tale metodologia viene applicata su un arco temporale piuttosto esteso (anche 20 - 40 anni) per stemperare l'incidenza di situazioni particolarmente positive o negative.

Metodo prospettico $\longrightarrow$ si preoccupa di individuare separatamente tutti gli r_m e gli r_s e poi calcolare la loro differenza.

r_s = rappresenta il rendimento dei titoli di Stato

$$r_m = \frac{DIV}{E} + g$$

DIV = dividendi distribuiti dalle azioni;
E = Equity (Capitale proprio);
g = tasso di crescita atteso dei dividendi su cui convergono le aspettative degli analisti finanziari

La valutazione di *società quotate*

In presenza di un **mercato di borsa efficiente**, privo di costi di perturbazioni, di competizione per acquisire il controllo di una società, la capitalizzazione di borsa (= quotazione del titolo * numero delle azioni in circolazione) di una società dovrebbe, di norma, costituire la migliore approssimazione del **valore** di un'**azienda**, in realtà, dal momento che raramente si verificano le condizioni ideali di efficienza del mercato, è assai frequente applicare una **pluralità di metodi** anche nel caso di valutazione delle società quotate. Ciò accade, tipicamente, nelle perizie di fusione che riguardano società quotate, nelle quali gli advisors applicano sempre una pluralità di metodi, pur prendendo atto della capitalizzazione di borsa.

La valutazione di *società non quotate*

In presenza di società comparabili quotate in borsa e qualora sussistano le condizioni che consentono di giudicare coerente il valore espresso dal mercato di borsa, tali valori forniscono indicazioni utili anche alla valutazione di società non quotate (PIV III.2.3).

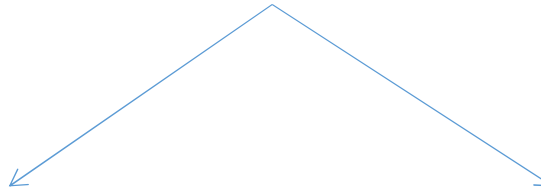
La valutazione di imprese di *minori dimensioni*

L'**aspetto dimensionale** costituisce un fattore rilevante nel contesto della stima del valore di un'azienda, sia essa quotata o non quotata, infatti, può influenzare (PIV III.2.4) l'esposizione al rischio sistemico, specifico (struttura organizzativa, concentrazione della clientela o concentrazione in una o poche persone dei fattori di successo dell'azienda), la disponibilità di piani formalizzati e di strutture manageriali o organizzative adeguate.

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

LIMITI

Il **CAPM** (Capital Asset Pricing Model) è stato sottoposto negli anni a verifiche empiriche, finalizzate a valutare se si tratti di una metodologia in grado di prevedere con sufficiente precisione il rendimento delle società, che hanno messo in evidenza alcune debolezze del modello.



Apportare correzioni ai risultati che emergono dall'uso del CAPM

Tale approccio consiste nel correggere il risultato che si ottiene dall'applicazione del CAPM tenendo conto, ad esempio, del rischio per le ridotte dimensioni aziendali.

Modello **APT**
(**Arbitrage Price Theory**)

Questa metodologia parte dagli stessi principi del CAPM ma analizza i diversi fattori macroeconomici che incidono sul rischio sistematico

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

CORREZIONI

Ricerche empiriche effettuate hanno evidenziato l'applicazione del CAPM porta ad una sottovalutazione del rischio delle imprese di piccole/medie dimensioni (ossia non calcola il rischio aggiuntivo sopportato da queste imprese). Tali realtà sono maggiormente esposte al rischio sistematico per diversi motivi:

- a) le piccole/medie società non potrebbero mai ricevere aiuti di stato (a differenza delle imprese di grandi dimensioni) nell'ipotesi in cui si trovino a fronteggiare situazioni di insolvenza. In altre parole, hanno un potere contrattuale inferiore alle grandi imprese e, quindi, una minore capacità di rispondere al rischio sistematico;
- b) generalmente le grandi imprese hanno un management più qualificato rispetto a quello delle piccole/medie imprese e, quindi, più preparato per fronteggiare i rischi;
- c) le società di grandi dimensioni, e ancor più quelle quotate, hanno degli obblighi informativi maggiori rispetto a quelli delle piccole imprese. Questo permette di limitare il problema delle asimmetrie informative.

Le aziende di piccole/medie dimensioni sono maggiormente esposte al rischio sistematico rispetto a quelle di dimensioni più grandi e, di conseguenza, ci si aspetta che queste offrano un rendimento maggiore:

$$i = r + \beta (r_m - r_s) + \text{SRP}$$

Esempio (senza considerare SRP)

Si consideri l'azione Alfa. Dato un beta pari a 1,527, un premio al rischio di mercato del 9%, ed un tasso risk-free del 3,5%, il rendimento atteso dell'azione deve essere pari a

$$11,9 \% = 0,035 + 1,527 \times (0,09 - 0,035)$$

Arbitrage Price Theory (APT)

La stima di m richiede la considerazione di tutti i fattori macroeconomici che per semplicità ipotizziamo siano due: a) **inflazione** (F_1); b) crescita del **PIL** (F_2). La sensibilità ai singoli fattori di rischio viene misurata dai singoli β . Quindi β_1 e β_2 indicano come reagisce l'azienda a variazioni inattese dei rispettivi fattori macroeconomici

$$m = \beta_1 (F_1) + \beta_2 (F_2)$$

Quindi, **rispetto** all'applicazione del **CAPM** quello che **cambia** nell'applicazione del modello di Valutazione dell'Azienda, è la stima di s . Partendo dal presupposto che $i = r + s$ in questo caso avremo

$$s = \beta_1 (r_1 - r_s) + \beta_2 (r_2 - r_s)$$

(s = premio per il rischio; r_s = rendimento dei titoli privi di rischio; r_1 e r_2 = sono i rendimenti dei **portafogli di rappresentazione pura** rispettivamente del **fattore 1** e **2**)

Il **portafoglio di rappresentazione pura** è un portafoglio composto da diverse attività il cui rendimento replica perfettamente l'andamento del fattore a cui si riferisce.

Questo portafoglio ha un $\beta = 1$ rispetto al fattore a cui si riferisce ed un $\beta = 0$ rispetto a tutti gli altri fattori macroeconomici

ESEMPIO – un portafoglio di rappresentazione pura che replica perfettamente il fattore F_1 (Inflazione) è, senza dubbio, un **portafoglio rischioso** in quanto non è possibile prevedere con certezza l'andamento futuro dell'inflazione.

Una **banda di oscillazione limitata** ridurrebbe notevolmente la rischiosità del portafoglio che replica perfettamente il fattore dell'inflazione.

In questo caso, il differenziale $(r_1 - r_s)$ rappresenta proprio il **premio** che un soggetto richiede per investire in quel portafoglio.

**Arbitrage Price Theory
(APT)**

VS

**Capital Asset Pricing Model
(CAPM)**

E' difficile stabilire quale dei due modelli (CAPM / APT) sia migliore

L'**APT**, dal punto di vista concettuale, è sicuramente un modello più puntuale rispetto al CAPM in quanto la sua applicazione richiede l'utilizzo di **β specifici**, ciascuno dei quali misura come ogni azienda reagisce alla variazione di un determinato fattore di rischio sistematico (a differenza del **CAPM**, il quale utilizza solo un **generico β**)

tuttavia

nella pratica professionale è ancora molto **scarso l'utilizzo** dell'**APT**. Questo perché il **CAPM** è molto **più semplice** da utilizzare rispetto all'altro modello, il quale è piuttosto complesso (per la costruzione dei portafogli di rappresentazione pura) e soprattutto non c'è accordo su quali siano i fattori di rischio macroeconomici rilevanti da considerare.

Fattori che influenzano l'**orizzonte temporale** (al di fuori del caso puro) :

- attendibilità del business plan / budget (in media 5 anni)
- centralità della figura dell'imprenditore (legate alle sue vicende personali anche anagrafiche) (in media 3-5 anni)
- azienda non personalizzata sull'imprenditore (in media 5-8 anni)
- precarietà / stabilità dell'equilibrio economico
- altri elementi che influiscano sulla durata dell'azienda (operatività basata su appalti in scadenza, licenza, ATI, ...)
- problema dell'orizzonte temporale del Terminal Value

Vantaggi

- visione unitaria dell'azienda
- focalizzazione sul futuro
- razionalità
- adatto per aziende con bassa patrimonializzazione

Svantaggi

- aleatorietà nella previsione di redditi futuri, tasso di attualizzazione e orizzonte temporale
- particolare criticità della fase iniziale di raccolta delle informazioni
- aleatorietà nella stima del valore finale (TV)
- trascura completamente il valore del patrimonio

Sintesi delle valutazioni (PIV III.1.42)

Formulazione di una **sintesi razionale, scritta**, delle diverse indicazioni di valore ottenute

Da inserire:

- richiamo agli aspetti critici del processo valutativo
- motivare la $\neq$ tra risultati derivanti dall'applicazione dei metodi basati sui flussi e sui multipli (valore mercato)

Da evitare:

- l'applicazione di semplici medie a valori molto dispersi
- la presentazione di range di valore così ampi da rendere troppo discrezionale la decisione su cui si basa la stima (Δ 10-15% intorno ad un valore puntuale è ragionevole)

CALCOLO

di « R » e di « i »

A) **R** = individuare la reale e stabile capacità reddituale dell'azienda, rettificando elementi di casualità, non ripetibilità e non pertinenza:

- **componenti straordinarie** (plusvalenze/minusvalenze; rivalutazioni/svalutazioni; sopravvenienze/insussistenze; ecc.);
- **componenti estranee alla gestione operativa** (proventi/oneri gestione accessoria e finanziaria);
- **effetti di politiche di bilancio** (ammortamenti elevati; eccessive svalutazioni di crediti, immobilizzazioni, rimanenze; ecc);

B) **i**= rappresenta il rendimento atteso da chi intende investire nell'azienda;

i = $r_f + r_p$ (calcolato con il metodo del CAPM)

$$i = r_f + \underbrace{\beta (r_m - r_f)}$$

Premio per il Rischio

Esercizio

(W con entrambi i metodi)

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie						
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato						

ipotizzando $r_f=1,4\%$; $\beta=1$; $(r_m-r_f)=6\%$

Soluzione – metodo reddituale semplice

	2015	2016	2017	2018	2019 e	MEDIA
EBIT	350.000	365.000	363.000	368.000	375.000	
Oneri finanziari (mutui)	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	-7.500	
Proventi e oneri straordinari	-6.500	6.000	4.000	8.000		
RAI	336.000	363.500	359.500	368.500	367.500	
Imposte correnti	-127.680	-138.130	-136.610	-140.030	-139.650	
Imposte differite	-2.500	-5.000	4.500	-15.700		
Utile (perdita) di esercizio	205.820	220.370	227.390	212.770	227.850	218.840
Eliminazione partite straordinarie	6.500	-6.000	-4.000	-8.000		
Neutralizzazione effetto fiscale	-1.000	2.509	-6.500	14.900		
Reddito normalizzato	211.320	216.879	216.890	219.670	227.850	218.522

	rf	β	(rm-rf)	i
$i = rf + \beta (rm - rf)$	1,40%	1	6%	7,40%

	R	i	W
W=R/i	218.522 €	0,074	2.952.997,30 €

Soluzione – metodo reddituale complesso

Attualizzazione	coefficienti attualizzazione $[1/(1+i)^n]$	Redditi	Flussi attualizzati	
1	0,931098696	211.320,00 €	196.759,78 €	
2	0,866944783	216.879,00 €	188.022,12 €	
3	0,807211157	216.890,00 €	175.076,03 €	
4	0,751593256	219.670,00 €	165.102,49 €	
5	0,699807501	227.850,00 €	159.451,14 €	
dal 6 in poi		218.521,80 €	2.066.529,66 €	
W=			2.950.941,21 €	$[(R_N/i) * (1/(1+i)^5)]$

Confronto

W= € 2.952.997,30 (con metodo reddituale semplice)

W= € 2.950.941,21 (con metodo reddituale complesso)

(ESERCITAZIONE)

Supponiamo di dover valutare un'azienda commerciale che, alla data della valutazione (31/12/20X2), presenta la propria situazione di redditività sulla base dei conti economici civilistici e dei piani predisposti dalla medesima e formalmente rielaborati come segue:

CONTI ECONOMICI (redatti in base ai valori contabili secondo criteri di funzionamento)					
COMPONENTI REDDITUALI	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
	BILANCIO	BILANCIO	BILANCIO	PIANO	PIANO
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	806.947	816.772	798.431	839.500	842.750
Variazioni delle rimanenze					
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione					
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni					
Altri ricavi e proventi	2.103	621	1.089	400	400
Totale valore della produzione	809.050	817.393	799.520	839.900	843.150
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	413.646	416.479	398.422	421.000	425.000
Costi per servizi	18.341	20.744	28.773	28.930	29.212
Costi per godimento di beni di terzi	21.749	21.749	21.749	21.749	21.749
Costi per il personale	94.792	90.432	102.836	105.200	108.320
Ammortamenti e svalutazioni	28.346	29.441	28.114	28.503	26.779
Variazioni delle rimanenze di merci	-18.349	-15.764	-16.118	-15.000	-15.000
Accantonamenti per rischi	14.774		1.831	3.000	7.500
Altri accantonamenti	2.881	4.611	937	2.800	2.500
Oneri diversi di gestione	11.748	7.664	2.473	7.800	1.130
Totale costi della produzione	587.928	575.356	569.017	603.982	607.190

Differenza tra valore e costi della produzione	221.122	242.037	230.503	235.918	235.960
Proventi finanziari	4.269	1.461	1.399	1.430	1.485
Oneri finanziari	39	463			
Totale proventi e oneri finanziari	4.230	998	1.399	1.430	1.485
Rivalutazioni					
Svalutazioni					
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie					
RISULTATO D'ESERCIZIO ANTE-IMPOSTE	225.352	243.035	231.902	237.348	237.445
Imposte sul reddito dell'esercizio	64.297	71.846	65.773	69.415	69.501
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	161.055	171.189	166.129	167.933	167.944

Il seguente prospetto evidenzia i risultati economici positivi dei vari esercizi interessati alla valutazione:

RISULTATO ECONOMICO NETTO	Fonte	VALORE
UTILE DELL'ESERCIZIO 20X0	BILANCIO	161.055
UTILE DELL'ESERCIZIO 20X1	BILANCIO	171.189
UTILE DELL'ESERCIZIO 20X2	BILANCIO	166.129
UTILE DELL'ESERCIZIO 20X3	PIANO	167.933
UTILE DELL'ESERCIZIO 20X4	PIANO	167.944

Il reddito viene poi **normalizzato**, effettuando i correttivi necessari a evitare distorsioni del reddito, sia per le gestioni concluse che per quelle previsionali.

Il **valutatore** riadegua i vari componenti positivi e negativi di reddito e compie le seguenti operazioni:

- il valore contabile dei ricavi delle vendite e delle prestazioni viene incrementato per gli esercizi trascorsi, in quanto alcuni ricavi non erano stati contabilizzati, per euro 14.500 per l'esercizio 20X0, per euro 14.800 per l'esercizio 20X1 e per euro 22.000 per l'esercizio 20X2;
- il valore contabile degli altri ricavi e proventi viene scomposto al fine di separare i componenti reddituali afferenti la *gestione caratteristica* da quelli afferenti la *gestione accessoria*, che vengono stornati. In particolare vengono eliminati i ricavi della locazione di un box auto, pari a euro 400 per esercizio (contratto senza adeguamento dei canoni agli indici ISTAT);
- il valore contabile dei costi d'acquisto di merci viene integrato dei componenti reddituali non oggetto di contabilizzazione in quanto non fatturati, stimati a ritroso per euro 10.300 per l'esercizio 20X0, per euro 10.450 per l'esercizio 20X1 e per euro 19.500 per l'esercizio 20X2;
- il valore contabile dei costi per servizi viene rettificato dei componenti reddituali non inerenti, presenti nell'esercizio 20X2 per euro 11.475 relativi a una prestazione pubblicitaria (sponsorizzazione) nella quale non compariva il marchio;

- il valore contabile dei costi per servizi viene rideterminato anche per effetto delle rettifiche ai compensi dell'amministratore, che, non ritenuti congrui, vengono ricalcolati tenendo conto che:
 - a) il lavoro svolto dall'amministratore unico è soprattutto di indirizzo strategico;
 - b) l'organigramma della società è ben formalizzato con la presenza di responsabili di funzione;
 - c) il fatturato annuo conseguito dall'impresa risulta di oltre 800.000 euro.

Ne deriva che viene rivisitato, esercizio per esercizio, e ricalcolato come segue:

COMPENSO AMMINISTRATORE	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Costo imputato in bilancio	16.834	17.530	16.936	17.000	17.100
Costo ritenuto congruo	16.139	16.335	15.969	16.790	16.855
Variazioni	- 695	- 1.195	- 967	- 210	- 245

- il valore contabile dei costi per godimento di beni di terzi si riferisce a un bene in leasing, la cui rettifica comporta due effetti sul reddito d'esercizio: un aumento per l'eliminazione dei canoni periodici e una diminuzione per l'inserimento nel conto economico, tra i componenti negativi del reddito, delle quote di ammortamento del bene oggetto del contratto di leasing e dell'onere finanziario consistente nella «quota interessi» di competenza dell'esercizio, compresa nei canoni periodici.

L'eliminazione dei canoni periodici di leasing e la rilevazione della quota di ammortamento e dell'onere finanziario nei conti economici generano le variazioni evidenziate nella tabella che segue:

BENI IN LEASING	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Canoni imputati in bilancio	21.749	21.749	21.749	21.749	21.749
Quota interessi	3.449	3.306	3.154	3.011	2.852
Ammortamenti	16.440	15.979	15.603	15.120	14.760

- il valore contabile dei costi per il personale viene integrato per *fringe benefits* non formalizzati destinati al personale dipendente, i cui ammontari vengono ricostruiti extracontabilmente e forfettariamente determinati in euro 6.300 annui;
- il valore contabile degli ammortamenti viene ricalcolato sulla base dei valori correnti dei cespiti e della loro presunta vita utile residua (tenuto conto che erano stati operati degli ammortamenti accelerati e dei superammortamenti), come evidenziato dal seguente prospetto:

CESPITI	VALORI CORRENTI	VITA UTILE	AMMORTA- MENTO
BENI MATERIALI			
Immobili	277.000	anni 30	7.566
Macchinari	9.712	anni 15	980
Arredamenti	21.979	anni 3	3.274
Automezzi	33.918	anni 4	8.479
Macchine elettroniche	1.510	anni 10	151
BENI IMMATERIALI			
Diritti d'entrata franchising	12.000	anni 8	1.500
Marchi	23.000	anni 8	2.875

Le quote di ammortamento così calcolate alla data della valutazione, non essendo costanti (salvo che per i beni immateriali), vengono riparametrate in funzione dell'effettiva utilizzazione economica dei cespiti nei vari esercizi con la seguente ricostruzione:

CESPITI	quota standard	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
BENI MATERIALI						
Immobili	7.566	7.630	7.590	7.550	7.510	7.470
Macchinari	980	1.000	990	980	970	960
Arredamenti	3.274	3.295	3.285	3.275	3.290	3.300
Automezzi	8.479	8.520	8.500	8.480	8.460	8.460
Macchine elettroniche	151	155	153	151	149	147
BENI IMMATERIALI						
Diritti d'entrata franchising	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Marchi	2.875	2.875	2.875	2.875	2.875	2.875
Totale	24.825	24.975	24.893	24.811	24.754	24.712

Vengono poi quantificate le «spese per progetti e studi», relative ad un software interno di gestione, che, sostenute dall'azienda nell'esercizio in cui si svolge la valutazione, vengono capitalizzate (e poi ammortizzate negli esercizi) al fine di redistribuire correttamente i loro effetti nel tempo, come evidenziato dal prospetto che segue:

COSTI CAPITALIZZATI PER SOFTWARE	SPESE SOSTENUTE	QUOTA 20X3	QUOTA 20X4
Spese per progetti e studi	12.331	2.500	2.480

- il valore contabile delle svalutazioni dei crediti viene stimato in funzione dell'esigibilità dei medesimi (trend storico degli incassi) per gli esercizi prospettici in 103 euro per l'esercizio 20X3 e in 85 euro per l'esercizio 20X4;
- il valore differenziale delle rimanenze di merci non viene modificato, nonostante siano stati integrati i ricavi delle vendite e i costi di acquisto, che così concorrono a formare i risultati d'esercizio normalizzati nella loro nuova entità (al contrario, sarebbe doppia l'incidenza di componenti reddituali non contabilizzati);
- il valore contabile degli accantonamenti per rischi non è ritenuto congruo relativamente a liti e controversie in corso e prudenzialmente integrato per gli esercizi prospettici per euro 20.000;

- il valore contabile degli altri accantonamenti è ritenuto eccedente relativamente alle vertenze in corso e rettificato in 206 euro per l'esercizio 20X3 e in 170 euro per l'esercizio 20X4;
- il valore contabile degli oneri diversi di gestione contiene componenti reddituali reputati promiscui e oggetto di parziale stralcio da parte del valutatore per euro 220 per esercizio in quanto costantemente imputati in bilancio nella voce in esame per i vari esercizi;
- il valore contabile degli oneri finanziari non è ritenuto suscettibile di rimodulazione in ordine a variati fabbisogni finanziari, ma viene a esprimere altresì la quota interessi per beni in leasing;
- il valore contabile dei proventi finanziari include rendimenti da investimenti accessori alla gestione ordinaria e come tali oggetto di storno integrale.

Il **reddito normalizzato** per effetto delle variazioni operate dal ***valutatore*** viene ricostruito nel seguente prospetto anche per gli esercizi previsionali:

CONTI ECONOMICI NORMALIZZATI (redatti dal valutatore)					
COMPONENTI REDDITUALI	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	821.447	831.572	820.431	839.500	842.750
Variazioni delle rimanenze					
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione					
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni					
Altri ricavi e proventi	1.703	221	689		
Totale valore della produzione	823.150	831.793	821.120	839.500	842.750

Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	423.946	426.929	417.922	421.000	425.000
Costi per servizi	17.646	19.549	16.331	28.720	28.967
Costi per godimento di beni di terzi					
Costi per il personale	101.092	96.732	109.136	111.500	114.620
Ammortamenti e svalutazioni	41.415	40.872	40.414	42.477	42.037
Variazioni delle rimanenze di merci	-18.349	-15.764	-16.118	-15.000	-15.000
Accantonamenti per rischi	14.774		1.831	23.000	27.500
Altri accantonamenti	2.881	4.611	937	2.594	2.330
Oneri diversi di gestione	11.528	7.444	2.253	7.580	910
Totale costi della produzione	594.933	580.373	572.706	621.871	626.364
Differenza tra valore e costi della produzione	228.217	251.420	248.414	217.629	216.386
Proventi finanziari					
Oneri finanziari	3.488	3.769	3.154	3.011	2.852
Totale proventi e oneri finanziari	-3.488	-3.769	-3.154	-3.011	-2.852
Rivalutazioni					
Svalutazioni					
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie					
RISULTATO D'ESERCIZIO ANTE-IMPOSTE	224.729	247.651	245.260	214.258	213.534

Il risultato degli esercizi normalizzato viene, poi, depurato dagli **oneri figurativi** (interessi di computo sul capitale proprio investito) ed espresso al netto, come risulta dalla seguente tabella:

RISULTATO ECON. NORMALIZZATO	VALORE	ONERI FIGURATIVI	AL NETTO DI ONERI FIGURATIVI
UTILE D'ESERC. ANTE-IMPOSTE 20X0	224.729	11.750	212.979
UTILE D'ESERC. ANTE-IMPOSTE 20X1	247.651	12.457	235.194
UTILE D'ESERC. ANTE-IMPOSTE 20X2	245.260	12.991	232.269
UTILE D'ESERC. ANTE-IMPOSTE 20X3	214.258	13.275	200.983
UTILE D'ESERC. ANTE-IMPOSTE 20X4	213.534	13.566	199.968

Il risultato normalizzato viene defalcato anche del carico fiscale in modo da esprimere la capacità reddituale dell'azienda.

Prima di giungere al reddito da attualizzare vengono ricalcolate quindi le imposte sul reddito atteso normalizzato, con un'imposta (IRES) determinata, per scelta del valutatore, in misura intera rispetto all'imponibile presunto (non si rilevano, per semplicità, variazioni fiscali in aumento o in diminuzione):

DETERMINAZIONE IRES	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Risultato economico	212.979	235.194	232.269	200.983	199.968
Variazioni in aumento					
Variazioni in diminuzione					
Imponibile fiscale	212.979	235.194	232.269	200.983	199.968
IRES (24%)	51.115	56.447	55.745	48.236	47.992

Riguardo all'IRAP si ricostruisce separatamente la base imponibile, con le varie rettifiche fiscali in aumento e in diminuzione (si presume assenza di franchigie):

DETERMINAZIONE IRAP	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Valore della produzione lorda	228.217	251.420	248.414	217.629	216.386
Costi del personale	101.092	96.732	109.136	111.500	114.620
Variazioni in aumento					
Variazioni in diminuzione					
Valore della produzione netta	329.309	348.152	357.550	329.129	331.006
IRAP (3,9%)	12.843	13.578	13.944	12.836	12.909

Viene, infine, esposto il prospetto definitivo del risultato medio prospettico:

RISULTATO DA ATTUALIZZARE	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Risultato normalizzato	212.979	235.194	232.269	200.983	199.968
Imposte (IRES E IRAP)	63.958	70.025	69.689	61.072	60.901
RISULTATO NETTO	149.021	165.169	162.580	139.911	139.067
RISULTATO NETTO MEDIO-NORMALE DEL QUINQUENNIO (R)					151.150

Il tasso di attualizzazione (i) viene stimato mediante il CAPM:

tasso di rendimento puro (r)	3,75%
tasso di rendimento medio del mercato (rm)	7,60%
coefficiente di rischio del settore (β)	1,46

$$i = r + s = r + \beta (r_m - r) = 3,75 + 1,46 (7,60 - 3,75) = 9,371\%$$

VALORE DELL'AZIENDA A DURATA INDEFINITA	$V = \frac{R}{i}$	$\frac{151.150}{0,09371} = 1.612.955$
--	-------------------	---------------------------------------

Se viene previsto un orizzonte temporale quinquennale, si applica la formula a durata limitata:

$$V = R \cdot a_{\overline{n}|i} = R \cdot \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n} = 151.150 \cdot \frac{(1+0,09371)^5 - 1}{0,09371(1+0,09371)^5} = 151.150 \cdot 3,85249523 = 582.305$$

VALORE DELL'AZIENDA A DURATA LIMITATA	$V = R \cdot a_{\overline{n} i}$	$151.150 \cdot 3,85249523 = 582.305$
--	----------------------------------	--------------------------------------

Metodi **Patrimoniali**

basati su grandezze c.d. ***stock***

Il **metodo patrimoniale** esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandone il valore come ***valore di ricostituzione del patrimonio*** (valutazione analitica dei singoli elementi attivi e passivi) nella prospettiva di continuità aziendale. Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

Alcuni autori (es. *Caramiello*) sostengono che tale metodo non consente di calcolare in modo corretto il valore di un'azienda, in quanto da solo non è atto a rappresentare altro che una parte della complessa realtà aziendale. Esso ha, pertanto, un senso solo se considerato **congiuntamente** ad un **approccio reddituale**. *Altri autori* (es. *Guatri, Onida*), invece, credono nell'**autonomia** del metodo patrimoniale, pur ammettendo gli evidenti **limiti** che tale approccio presenta: i **dati** si basano sui valori iscritti in **bilancio**, che raramente sono le quantità più idonee per rappresentare in modo veritiero il valore del capitale dell'azienda, inoltre, il metodo patrimoniale non consente una visione prospettica dell'azienda, in quanto l'analisi si basa essenzialmente sulla rielaborazione di **valori storici** (grandezze *stock*), al contrario dei *metodi finanziari e reddituali*, che sono impostati su un'analisi per *flussi*.

Esistono due casi in cui, pur ricordando le limitazioni di cui sopra, è opportuno utilizzare il metodo patrimoniale: nelle aziende a forte caratterizzazione patrimoniale (**immobiliari**) ovvero dove il valore coincida con gli *asset* posseduti (**holding**).

La *tendenza* degli ultimi anni è stata quella di un progressivo spostamento di interesse dai metodi patrimoniali verso quelli basati sui flussi.

Metodo

Patrimoniale *Semplice*

Il metodo patrimoniale *semplice*, dopo aver eliminato tutti i beni non direttamente afferenti al *core business* (**non tiene conto degli *intangibles***), assume quale punto di partenza il **capitale netto contabile (CNC)** formato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- il capitale sociale;
- le poste integrative del capitale sociale, rappresentate da versamenti effettuati da soci (per copertura perdite, per finanziamento, per aumento di capitale) e da obbligazioni (dirette ed indirette convertibili; con *warrant*);
- le riserve di utili (legali, statutarie, straordinarie), di rivalutazione (volontaria o legale), di capitale;
- il risultato economico netto di esercizio, rilevato al netto delle imposte, dei dividendi distribuiti e dell'utile destinato a riserva;
- le perdite riportate da precedenti esercizi, che vengono sottratte alla sommatoria delle voci di cui sopra.

Le informazioni necessarie per la determinazione di queste quantità si deducono dai **documenti contabili** propri dell'azienda:

- l'ultimo bilancio approvato, nonché una situazione patrimoniale aggiornata; l'ultimo bilancio certificato, se l'azienda è soggetta a revisione; l'ultimo bilancio consolidato, se siamo in presenza di un gruppo (cui vanno aggiunti i bilanci delle controllate e delle collegate);
- le perizie di stima precedentemente redatte per altre finalità;
- i libri delle assemblee e delle deliberazioni degli obbligazionisti;
- lo statuto sociale vigente.

A questi, va infine aggiunta la documentazione più specifica (piani di ammortamento, dettagli del TFR, dettagli del fondo imposte e tasse e così via).

Successivamente si passa alla revisione contabile delle poste attive e passive (**valutazione analitica**), qualora esse non siano già state verificate da *auditors* esterni, come nel caso di aziende quotate o soggette a certificazione obbligatoria. Nella pratica professionale la rettifica in questione si risolve attraverso una **ri-espressione a valori correnti**, sia degli elementi attivi che passivi iscritti in bilancio a valori storici.

In particolare si considera il **valore economico del capitale** pari al **valore del capitale netto rettificato**.

$$W = K'$$

W = capitale economico

K' = valore del patrimonio netto rettificato

In altre parole si assume che l'azienda presenti un **reddito atteso** pari al **prodotto** tra il **saggio di attualizzazione o di congrua remunerazione** ed il **valore corrente del patrimonio netto rettificato**.

$$R = iK'$$

R = reddito medio normale atteso

i = saggio di attualizzazione/congrua remunerazione

K' = patrimonio netto rettificato

In tal senso si può notare come questo **metodo**, seppur **semplice**, auspichi ad una eventuale **correzione reddituale**, nel caso in cui il **reddito** che l'azienda è in grado di produrre nel tempo «**non sia congruo**».

Detta correzione reddituale dovrà essere uguale alla differenza tra il reddito congruo ed il reddito atteso, attualizzata per un **periodo infinito**

$$\mathbf{CR} = \frac{\mathbf{R} - i\mathbf{K}'}{i}$$

ovvero per il **numero di anni** che il valutatore ritiene **necessari** per condurre l'azienda in equilibrio economico (congrua redditività)

$$\mathbf{CR} = (\mathbf{R} - i\mathbf{K}') a_{n|i}$$

$$\rightarrow a_{n|i} = \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

(Rendita limitata, immediata, posticipata)

Non esiste un metodo universalmente valido per tutte le poste di bilancio ed è per questo che si avverte la necessità di analizzarle una per una, individuando, per ogni caso, l'**approccio** che risulta **più adatto**. Nonostante le peculiarità proprie di ogni posta, si può tuttavia operare, almeno a grandi linee, una distinzione fra elementi attivi ed elementi passivi.

Per gli **elementi attivi** esistono due criteri finalizzati alla **ri-espressione** a valori correnti:

- il **criterio del valore di presunto realizzo**, adatto per i beni destinabili allo scambio (materie prime, semilavorati, prodotti finiti, partecipazioni, titoli, ecc..) e per i valori derivanti da beni, che sono già stati scambiati (es. i crediti);
- il **criterio del valore di sostituzione o di riacquisto**, per gli elementi a realizzo indiretto, vale a dire, il valore, in termini monetari, necessario al riacquisto di uno specifico bene aziendale, di caratteristiche simili, effettuato o effettuabile in condizioni di mercato normali, intendendo per normale una situazione in cui l'acquisto del bene venga effettuato in un periodo di gestione non caratterizzato da eventi straordinari e presso gli abituali fornitori (es. immobilizzazioni tecniche, materie prime non destinabili allo scambio e le immobilizzazioni immateriali).

Per gli **elementi passivi**, invece, si fa riferimento al valore di presunta estinzione.

Le **rettifiche** che si rendono necessarie, saranno chiamate rispettivamente **minusvalenze**, se negative e **plusvalenze**, se positive. Il **capitale netto rettificato** (senza gli *intangibles*) è dato dalla somma del **capitale netto contabile**, delle **plusvalenze**, delle **minusvalenze** e degli **oneri fiscali potenziali**.

Per le **immobilizzazioni materiali** (impianti, macchinari, attrezzature, immobili, ecc.) è possibile ricorrere a listini dell'usato, a transazioni simili ove esistenti, perizie giurate di esperti. Il criterio è quello del **valore di mercato** (quando il costo storico risultasse significativamente inferiore, come per un **immobile**) o, in alternativa, quello del **costo di sostituzione** (detto anche di rimpiazzo) o **di ricostruzione** (detto anche di riproduzione), più adatto ad **immobilizzazioni tecniche** (in tal caso si dovrà tener conto dell'obsolescenza economica e fisica dei beni ed operare in tal senso le opportune rettifiche).

Voci	Valori	Calcoli
Costo storico	€ 100.000	dato
F.do ammortamento	€ 40.000	dato
Costo di sostituzione a nuovo	€ 120.000	dato
Coefficiente di deperimento	40%	40.000/100.000
Costo di sostituzione	€ 72.000	120.000* (1-40%)
Rettifica attiva	€ 12.000	72.000 - (100.000-40.000)

La stima degli **immobili** può variare a seconda della **destinazione**. Per i **fabbricati e gli immobili civili**, infatti, esiste un mercato dell'usato cui si può fare riferimento, mentre, per i **fabbricati industriali** non sempre si hanno adeguate informazioni sui prezzi di mercato (in tal caso si rende necessaria una valutazione da parte di un tecnico specializzato).

Gli immobili civili

Immobili di investimento

I criteri di stima sono generalmente:

- a) **il costo di ricostruzione:** pari alla somma del valore dell'area e del costo corrente di edificazione di un fabbricato simile, al netto della rettifica in relazione allo stato di conservazione;
- b) **il valore di mercato** (criterio sintetico comparativo): presuppone una scala di valori per beni analoghi a quello da stimare, entro la quale collocare il bene in oggetto;
- c) **il valore di capitalizzazione del reddito:** si ottiene applicando al reddito (lordo o netto) la formula di capitalizzazione della rendita perpetua o della rendita limitata ad «n anni» (un periodo molto lungo).

Immobili destinati alla vendita

Si fa riferimento ai **prezzi di mercato**, immediati o differiti, secondo il grado di urgenza e le modalità di vendita.

Le **immobilizzazioni finanziarie** (**partecipazioni**) vanno valutate al **valore d'uso**, poiché si ritiene che sia più corretto esprimere tali valori in base agli effettivi vantaggi che determinano per il proprietario, non solo economici e finanziari, ma soprattutto in termini di controllo e sinergie con la partecipata. In tal senso è necessario operare **rettifiche** tradizionalmente **in aumento** sia nel caso di **valutazione al costo** che con il **metodo del patrimonio netto** o in generale del **valore corrente**.

[Le **partecipazioni** devono essere iscritte tra le **immobilizzazioni finanziarie**, se durevoli, oppure nell'**attivo circolante**, se destinate ad essere smobilizzate nel breve periodo (solitamente entro un anno), il cui criterio di valutazione adottato, per qualsiasi tipologia di partecipazione detenuta, è quello del minor valore tra il costo e quello desumibile dall'andamento del mercato].

Nel caso delle partecipazioni che costituiscono **immobilizzazioni**, il criterio generale di valutazione adottato è quello del **costo di acquisto** che prevede, nel caso di un valore attribuibile alla partecipata inferiore a quello iscritto in bilancio, una loro svalutazione per la differenza. Per quanto riguarda le ***partecipazioni in imprese controllate e collegate***, il metodo è quello del **patrimonio netto** (frazione del patrimonio netto della partecipata (alla data della valutazione) detratti i dividendi ed operate le opportune rettifiche richieste dal bilancio consolidato).

Esempio

Gamma Srl possiede una partecipazione in Beta Srl pari all'80% del capitale sociale. Nell'esercizio chiuso al 31.12.2022 Beta Srl ha conseguito un'utile d'es. di Euro 200.000,00. Ai fini dell'adeguamento del valore della partecipazione in Beta Srl, la società Gamma Srl opera la seguente rilevazione contabile:

BIII1a) Partecipazioni in imprese controllate	a	D18a) Rivalutazione di partecipazioni	160.000,00
---	---	---------------------------------------	------------

In sede di approvazione del bilancio d'esercizio, Gamma Srl, chiudendo con un'utile d'esercizio di Euro 350.000,00, accantonerà a riserva non distribuibile un importo pari alla rivalutazione rilevata (Euro 160.000,00).

Utile d'esercizio	a	Diversi	350.000,00
	a	Riserva non distribuibile	160.000,00
	a		190.000,00

L'applicazione del metodo del patrimonio netto permette di recepire il risultato economico della partecipata per competenza pertanto, occorre porre attenzione, al **trattamento dei dividendi/utili distribuiti** in quanto già rilevati dalla partecipante quali utili prodotti dalla partecipata. Infatti i **dividendi/utili percepiti non dovranno essere imputati al conto economico**, ma andranno a **ridurre il valore della partecipazione** e contestualmente la **riserva non distribuibile**, precedentemente accantonata, verrà liberata diventando una **riserva disponibile** per una quota **corrispondente al dividendo percepito**.

Partecipazioni di controllo (in società controllate)

Si applicano i criteri di valutazione alle aziende sottostanti (attraverso i dati del **bilancio consolidato** ovvero una **stima analitica** del valore economico di ogni società del gruppo) tenendo conto, in particolare, delle finalità per le quali è detenuto il controllo (es. merchant bank, o rilevanza strategica in un gruppo).

Partecipazione di controllo (in società controllate con valore negativo)

Si distinguono **due ipotesi** :

A) La controllante ha crediti verso la controllata (es. 200) eccedenti il valore negativo della partecipazione (es. 100). In questo caso si azzerà la partecipazione e si svaluta il credito per la misura corrispondente al valore negativo.

B) La controllante ha crediti verso la controllata (es. 80) in misura non sufficiente a coprire il valore negativo della partecipazione (es. 100). La parte residua, se vi sono obblighi giuridici della controllante di coprire le perdite della controllata, dovrà essere accantonata in apposito fondo del passivo. Spesso anche in assenza di obblighi giuridici si opta per la copertura della perdita e l'istituzione del fondo.

Partecipazioni non di controllo (in società non controllate)

Si distinguono al riguardo:

- A. Partecipazioni non di rilievo e quotate:** si assume di solito il valore corrente di mercato;
- B. Partecipazione non di rilievo, non quotate:** si ricorre ai multipli di società comparabili o alle transazioni comparabili;
- C. Partecipazioni di rilievo:** anche in questo caso se non vi sono informazioni specifiche della data società, desumibili dai bilanci e dai documenti pubblici, si fa riferimento ai multipli o transazioni comparabili.

(Spesso la pratica professionale assegna alle partecipazioni in società non controllate un valore pari al prodotto della percentuale di partecipazione per il patrimonio netto contabile).

Per quanto riguarda il **magazzino** le rettifiche riguarderanno specificatamente le singole categorie presenti, con i metodi tradizionali. Per i beni fungibili, in generale, si passa dal LIFO al FIFO.

Il valore corrente delle scorte

Rimanenze	Criterio principale	Criterio alternativo
Materie prime	Costo di sostituzione	FIFO
Prodotti in corso e semilavorati	Valore netto di mercato (al netto delle spese di vendita e dei costi di ultimazione)	Costo di produzione
Prodotti finiti	Valore netto di mercato (al netto delle spese di vendita)	Costo di produzione
Merci	Prezzo corrente	Costo di sostituzione
Prodotti fuori catalogo	Valore di realizzo a stralcio	
Commesse pluriennali	% del prezzo convenuto comprensivo dei <i>claims</i> (la % è determinata in base al SAL) <i>claims</i> (costi aggiuntivi)	Costo di produzione

Assume particolare rilevanza nelle imprese commerciali e industriali:

- **Aziende commerciali:** ci si orienta verso il costo di acquisizione più recente o sui prezzi correnti.
- **Aziende industriali:** si distingue la valutazione per:
 - **materie prime:** si assume di solito il prezzo corrente o il prezzo degli acquisti più recenti;
 - **semilavorati:** si assume il costo di produzione in relazione allo stato di avanzamento del lavoro;
 - **prodotti finiti:** si assume il minore tra il costo di produzione ed il prezzo medio di vendita al netto degli oneri di collocamento.

L'esperto provvederà in ogni caso alla verifica delle giacenze fisiche, anche attraverso il ricorso a campionamenti statistici.

Nel caso delle **commesse pluriennali**, relative alla costruzione di grandi opere, impianti, macchinari di durata pluriennale, si applicano i due criteri:

- a) valutazione al costo – in relazione alla parte realizzata, tenendo conto anche dei costi generali;
- b) valutazione proporzionale al ricavo – si applica attraverso la formula: prezzo dell'opera per la percentuale di lavoro svolto.

Nell'ambito della valutazione delle commesse pluriennali esprimono particolare significato le stime dei lavori extra e delle varianti in corso d'opera.

Per i **crediti commerciali** la valutazione potrebbe risultare relativamente semplice, soprattutto se i valori in bilancio risentono di stime non approssimate ai criteri fiscali o prudenziali in senso civilistico.

Voci	Valori	Calcoli
Valore contabile dei crediti netti	€ 3.200.000	dato
Percentuale di insolvenza applicata in bilancio	0,5%	dato
Valore contabile dei crediti lordi	€ 3.216.080	$3.200.000/0,995$
Fatturato a dilazione dell'esercizio x	€ 10.000.000	dato
Perdita su crediti esercizio x-1	€ 95.000	dato
Perdita su crediti esercizio x-2	€ 75.000	dato
Perdita su crediti esercizio x-3	€ 72.000	dato
Fatturato a dilazione es. x-1	€ 9.000.000	dato
Fatturato a dilazione es. x-2	€ 8.200.000	dato
Fatturato a dilazione es. x-3	€ 7.500.000	dato
Tasso presunto di insolvenza	0,99%	$[(95.000/9.000.000)*3 + (75.000/8.200.000)*2 + (72.000/7.500.000)*1] / (3+2+1)$
Valore corrente dei crediti	€ 3.184.155	$3.216.080 * (1-0,99\%)$
Rettifica passiva	-€ 15.845	$3.184.155 - 3.200.000$

Anche per **crediti e debiti finanziari**, oggi da iscriversi in bilancio con il Decreto n. 139/2015 al c.d. criterio del “costo ammortizzato”, la strada sembra agevolata (le **rettifiche** seguono il criterio generale del **confronto** tra **tasso di mercato** e **tasso effettivo**).

[DEFINIZIONE OIC 19, par. 16, 18, 9]

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

Il **tasso di interesse effettivo** « è il tasso che attualizza esattamente i pagamenti o gli incassi futuri stimati lungo la vita attesa dello strumento finanziario o, dove opportuno, un periodo più breve, al valore contabile netto dell’attività o passività finanziaria ».

Il **tasso di interesse nominale** è il tasso di interesse contrattuale che, applicato al suo valore nominale, consente di determinare i flussi finanziari costituiti da interessi passivi nominali lungo la durata del debito.»

I **crediti** aventi scadenze protratte nel tempo devono essere **attualizzati** nei due seguenti casi:

- a) su di essi **non maturano interessi** (o questi sono già compresi nel valore nominale del credito);
- b) su di essi **maturano interessi non in linea con il mercato**. Il problema dell’attualizzazione dei crediti assume particolare rilevanza nei seguenti casi:
 - lavori su commessa che generano crediti a lungo termine;
 - crediti per vendite rateali;
 - crediti verso enti pubblici;
 - crediti incagliati e in sofferenza negli istituti di credito;
 - crediti a lungo termine con tassi fissi inferiori a quelli correnti.

Per i *crediti in valuta estera* si assume il cambio alla data di riferimento della valutazione o con riferimento ad un arco temporale (es. 1-3 mesi).

L'attualizzazione (eventuale) dei debiti finanziari

Si applica, prevalentemente, con riferimento a passività a medio-lungo termine, quando vi sono differenze tra tassi negoziati (specialmente se fissi) e tassi correnti di mercato. Pertanto, il valore di un debito a medio lungo termine a tasso fisso sarà pari all'attualizzazione delle quote per capitale ed interessi in base al tasso corrente al momento della stima.

Per tassi di attualizzazione **minori**
del tasso contrattuale il valore del debito è
superiore al valore nominale.

Per tassi di attualizzazione **maggiori**
del tasso contrattuale il valore del debito è
minore del valore nominale

Nella pratica professionale, per semplicità, si tende a valutare i debiti a breve e medio termine, pari al loro valore contabile, trascurando la differenza tra tassi applicati e di mercato.

Alcuni casi particolari di indebitamento:

- Credito agevolato in aree svantaggiate;
- I debiti senza interessi (es. depositi di utenti nelle società di servizi tipo acqua, elettricità, ecc);
- Debiti verso soci senza interessi o ad interessi simbolici.

Al momento della **prima iscrizione** in bilancio, i debiti devono essere iscritti nel bilancio d'esercizio al relativo **valore nominale**, al netto di tutti i premi, gli sconti, gli abbuoni direttamente derivanti dalla transazione che ha generato il debito, compresi i costi di transazione (spese di istruttoria, oneri di perizia del valore dell'immobile e altri costi accessori per l'ottenimento di finanziamenti e mutui ipotecari).

Alla **chiusura dell'esercizio**, il valore dei debiti valutati al costo ammortizzato è pari al **valore attuale dei flussi finanziari futuri al tasso di interesse effettivo** (inteso come il tasso di rendimento, costante lungo la durata del debito, che rende uguale il valore attuale dei flussi finanziari futuri derivanti dal debito e il valore di rilevazione iniziale).

L'attualizzazione comporta la rilevazione iniziale del debito ad un valore inferiore rispetto al suo valore a scadenza. Il trattamento contabile della differenza varia a seconda della tipologia di debito:

- **per i debiti commerciali scadenti oltre i 12 mesi dal momento della rilevazione iniziale**, il debito viene rilevato “direttamente” al valore attualizzato; la differenza tra il valore di rilevazione iniziale così ottenuto e il valore a termine viene rilevata a conto economico come onere finanziario lungo la durata del debito utilizzando il criterio del tasso di interesse effettivo;
- **per i debiti finanziari scadenti oltre i 12 mesi**: la differenza tra le disponibilità liquide ricevute e il valore attuale dei flussi finanziari futuri è rilevata tra i proventi finanziari del conto economico al momento della rilevazione iniziale e, successivamente, si procede alla determinazione della quota di interessi passivi da iscrivere a conto economico utilizzando anche in questo caso il tasso di interesse effettivo.

La differenza tra le disponibilità liquide ricevute e il valore attuale dei flussi finanziari futuri è rilevata direttamente nel patrimonio netto se si tratta di un debito nei confronti di una società appartenente al medesimo gruppo e dalle evidenze disponibili (ad esempio verbali del Consiglio di Amministrazione, struttura del gruppo, situazione economica e finanziaria dell'impresa, elementi del contratto, ecc.) è desumibile che la natura della transazione è il rafforzamento patrimoniale della società.

L'attualizzazione dei debiti al tasso di interesse di mercato non si applica per i debiti con scadenza entro i 12 mesi dalla data della rilevazione iniziale e in tutti i casi in cui il tasso di interesse desumibile dalle condizioni contrattuali non sia significativamente diverso dal tasso di interesse di mercato.

In tal caso, se il debito con **scadenza oltre i 12 mesi** presenta dei **costi di transazione non di scarso rilievo** la rilevazione iniziale del debito avviene con l'utilizzo del **costo ammortizzato in assenza di attualizzazione**.

Se anche i **costi di transazione sono di scarso rilievo**, l'iscrizione del debito avviene al valore nominale **senza applicare** il criterio del **costo ammortizzato e l'attualizzazione**.

Ai fini della valutazione dei debiti attraverso l'adozione del criterio del **costo ammortizzato** è necessario:

- determinare l'ammontare degli interessi calcolati con il criterio del tasso di interesse effettivo sul valore contabile del debito all'inizio dell'esercizio;
- aggiungere l'ammontare degli interessi calcolati, al valore contabile del debito;
- sottrarre i pagamenti per interessi e capitale intervenuti nel periodo.

Quando il tasso di interesse nominale contrattuale è variabile e parametrato ai tassi di mercato, i flussi finanziari futuri sono rideterminati periodicamente e il tasso di interesse effettivo va ricalcolato.

Considerato che l'interesse che deve essere rilevato nel Conto Economico è quello effettivo e non quello nominale concordato tra le parti, alla fine dell'esercizio sarà necessario fare due diverse scritture contabili.

Nella prima si registra nello stato patrimoniale l'esborso degli interessi passivi come definito nel contratto.

Debito verso terzi	a	Banca c/c
--------------------	---	-----------

Nella seconda invece si registrano in Conto Economico gli interessi calcolati con il **tasso interno di rendimento** (ovvero il tasso che rende uguale il valore attuale dei flussi di cassa derivanti dal credito e il suo valore di rilevazione iniziale (in assenza di costi di transazione, di commissioni e di ogni altra possibile differenza tra valore iniziale e valore nominale a scadenza del credito, il tasso di interesse effettivo è pari all'eventuale tasso di interesse nominale, rappresentato, ad esempio, in caso di crediti commerciali, dal tasso per la dilazione di pagamento concessa al cliente).

In estrema sintesi, quindi, l'applicazione del criterio del costo ammortizzato consiste nell'imputare i costi di transazione lungo la vita utile del debito (e non più tra le immobilizzazioni immateriali), e di iscrivere a conto economico l'interesse effettivo e non quello derivante dagli accordi negoziali.

Interessi passivi	A	Debito verso terzi
-------------------	---	--------------------

Una questione da non sottovalutare nella valutazione delle attività sono gli **oneri** (in caso di plusvalenze latenti o potenziali) e i **vantaggi fiscali** (in caso di minusvalenze latenti o potenziali) **potenziali**.

Alcune **obiezioni** sul principio:

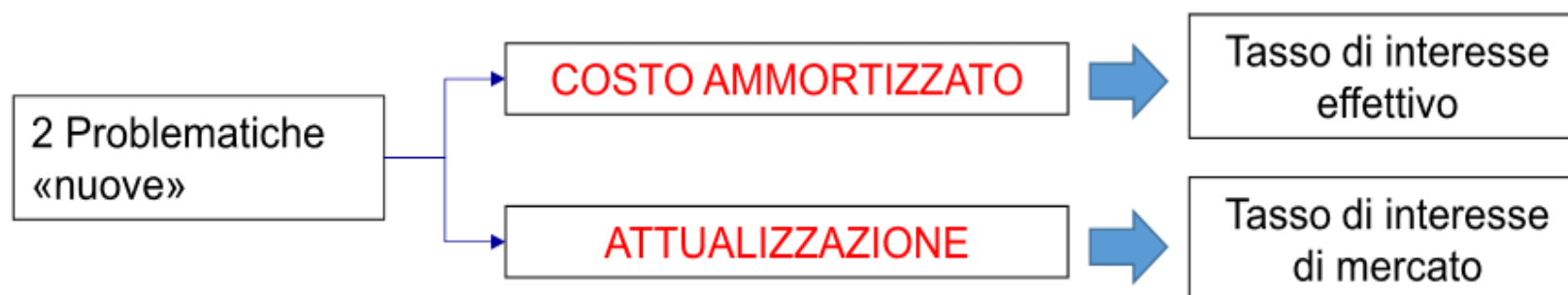
- a) non vanno considerati gli oneri fiscali potenziali nel caso in cui i beni che hanno originato la plusvalenza non siano destinati al realizzo (es. la società A acquista la società B che possiede un terreno edificabile, il quale, se da parte di A, verrà utilizzato per costruire e poi rivendere sarà indispensabile valutare anche gli oneri fiscali potenziali; se, invece, verrà utilizzato per costruire un capannone per la produzione, gli oneri fiscali potenziali potranno essere trascurati);
- b) si possono verificare casi in cui il gravame fiscale viene eliminato o contenuto per effetto di rivalutazioni fiscalmente agevolate o compensazioni con perdite.

Il problema dell'aliquota d'imposta sulle plusvalenze: misura piena o ridotta?

Di prassi, si usa applicare un'**aliquota ridotta e forfetaria** (stimata tra il 20-30%) sui maggiori valori rivenienti dalle rettifiche, con particolare riferimento ai beni ammortizzabili o cedibili. Ciò proprio in considerazione che trattasi di valori potenziali e che potrebbero, in futuro, eventualmente compensarsi con perdite fiscali o rivalutazioni *ex lege*.

Infine, la presenza accertata di **perdite fiscali pregresse** è da ritenersi una **rettifica attiva** del valore patrimoniale in oggetto, se, naturalmente, si prevede di compensare le perdite con utili futuri. In caso di incertezza sul recupero delle perdite si applicheranno le aliquote ridotte.

I **crediti** sono rilevati in bilancio secondo il criterio del **costo ammortizzato**, tenendo conto del **fattore temporale** e del **presumibile valore di realizzo** (Art. 2426 comma 1 n.8).



Le due problematiche non necessariamente devono coesistere :

- Il **costo ammortizzato** può non essere applicato se gli effetti sono irrilevanti:
 - Crediti a breve termine;
 - Costi di transazione, commissioni pagate tra le parti o ogni altra differenza tra valore iniziale e valore a scadenza di scarso rilievo;
- L'**attualizzazione** non è necessaria se il tasso contrattuale non è significativamente diverso dal tasso di interesse di mercato.

L'importo della **svalutazione** alla data di bilancio è pari alla **differenza** tra il **valore contabile** e il **valore dei flussi finanziari futuri stimati, ridotti degli importi che si prevede di non incassare, attualizzato al tasso di interesse effettivo** originario del credito.

Occorre pertanto, **RILEVAZIONE INIZIALE**

- 1) **confrontare** il tasso di interesse contrattuale con il tasso di interesse di mercato;
- 2) se il tasso di interesse contrattuale si discosta **significativamente** dal tasso di mercato, occorre procedere alla determinazione del valore attuale del credito che rappresenterà il valore di iscrizione iniziale del debito; in caso contrario il valore di iscrizione iniziale è il valore nominale;
- 3) determinare il **tasso di interesse effettivo** (costi di transazione rilevanti)

VALUTAZIONE SUCCESSIVA

- 4) determinare l'ammontare di **interessi calcolati** con il criterio del tasso di interesse effettivo sul valore contabile del credito a inizio esercizio;
- 5) **aggiungere** l'ammontare degli interessi attivi determinati con il tasso di interesse effettivo al precedente valore contabile del credito;
- 6) **sottrarre** gli incassi per interessi e capitale intervenuti nel periodo;
- 7) **sottrarre** le svalutazioni e le perdite su crediti.

Esempio

La società Alfa in data 1/1/2023 ha venduto ad un cliente dei beni per il valore di 100.000 Euro più IVA 22%. Le normali condizioni contrattuali prevedono il pagamento a 90 giorni data fattura fine mese. Nel caso specifico, per venire in contro alle esigenze finanziarie del cliente è stata prevista una dilazione di complessivi tre anni attraverso il pagamento di rate annuale costanti (al 31.12. di ciascun anno). Non ci sono costi iniziali di transazione. Ne consegue che occorre procedere all'attualizzazione utilizzando il **tasso di mercato**, che si ipotizza pari al 3%.

Il Piano di incasso del credito è il seguente:

	Incasso	Credito residuo
1° gennaio 2023		€ 122.000,00
31 dicembre 2023	€ 40.666,67	€ 81.333,33
31 dicembre 2024	€ 40.666,67	€ 40.666,66
31 dicembre 2025	€ 40.666,66	€ 0,00

Valore attuale degli incassi previsti Euro 115.094,34 di cui:

- valore attuale dell'imponibile Euro 94.339,62 da iscrivere nei ricavi di vendita;
- differenza tra Valore nominale dell'IVA (Euro 22.000) e valore attuale dell'IVA (Euro 20.754,72) Euro 1.245,28, onere finanziario dovuto al fatto che l'IVA verrà incassata in modo dilazionato mentre deve essere immediatamente versata all'Erario.

Effetto delle rilevazioni contabili deve essere il seguente:

			Diversi	a	Diversi		116.339,62
			Crediti verso clienti			115.094,34	
			Oneri finanziari			1.245,28	
					Ricavi di vendita	94.339,62	
					Iva a debito	22.000,00	

Ottenibile con le seguenti rilevazioni contabili:

			Crediti verso clienti	a	Diversi		122.000,00
				a	Ricavi di vendita	100.000,00	
				a	Iva a debito	22.000,00	

			Diversi	a	Crediti verso clienti		6.905,66
			Ricavi di vendita			5.660,38	
			Oneri finanziari			1.245,28	

Il **costo ammortizzato** è definito come

«il valore a cui l'attività o la passività finanziaria è stata valutata al momento della rilevazione iniziale al netto dei rimborsi di capitale,

aumentato o diminuito

dall'ammortamento cumulato utilizzando il criterio dell'interesse effettivo sulla differenza tra il valore iniziale e quello a scadenza,

dedotta

ogni riduzione di valore o per irrecuperabilità».

Il credito ed il debito vanno iscritti **inizialmente** al **valore nominale** al netto di premi, abbuoni e includendo i costi direttamente attribuibili alla transazione.

Ogni **differenza** tra **valore iniziale** e **valore nominale a scadenza** è inclusa nel calcolo del costo ammortizzato utilizzando il **criterio dell'interesse effettivo**, che implica che essi siano ammortizzati lungo la durata attesa del credito. Il loro ammortamento **integra o rettifica** gli **interessi attivi** calcolati al **tasso nominale** (seguendone la medesima classificazione nel conto economico) di modo che il tasso di interesse effettivo possa rimanere un tasso di interesse costante lungo la durata del credito.

Il **tasso di interesse effettivo** è calcolato al momento della **rilevazione iniziale** del credito ed è poi utilizzato per la sua valutazione successiva ed è il **tasso interno di rendimento (TIR)**, costante lungo la durata del credito, che rende uguale il valore attuale dei flussi finanziari futuri derivanti dal credito e il suo valore di rilevazioni iniziale. I flussi finanziari futuri utili al calcolo del tasso di interesse effettivo sono determinati tenendo in considerazione tutti i termini contrattuali della transazione che ha originato il credito, incluse le scadenze previste di incasso e/o pagamento, la natura dei flussi finanziari (capitale o interessi), e la probabilità che l'incasso o il pagamento anticipato si verifichi. I flussi finanziari futuri utili al calcolo del tasso di interesse effettivo non includono le perdite future dei crediti, salvo il caso in cui le perdite siano riflesse nel valore iniziale di iscrizione del credito.

ESEMPIO

In data 1° gennaio 20X0, Alfa S.p.A. accende un finanziamento bancario, alle seguenti condizioni: · importo complessivo del finanziamento € 100.000; · tasso di interesse fisso del 3%; · interessi annuali posticipati che maturano dal 1° gennaio 20X0 e saranno pagati posticipatamente il 31 dicembre di ciascun esercizio; · oneri accessori sostenuti dalla stessa Alfa S.p.A., in sede di stipula del contratto, pari a € 2.000; · rimborso del capitale a scadenza dopo 5 anni.

a) Determinazione del valore iniziale d'iscrizione (Fair value). Il valore di iscrizione iniziale corrisponde al fair value del finanziamento ed è pari a € 98.000, ottenuto per somma algebrica tra: - l'importo complessivo del finanziamento: € 100.000 - gli oneri accessori sostenuti dalla società in sede di stipula del contratto: € (2.000) Valore di iscrizione iniziale (fair value) € 98.000.

b) quantificazione degli oneri e dei proventi che rendono differente il valore iniziale e a scadenza dello strumento finanziario.

Nel nostro esempio sono stati ipotizzati oneri, pari a € 2.000, che rendono il fair value iniziale del finanziamento (€ 98.000) differente dal fair value a scadenza (€ 100.000). Tali oneri saranno oggetto di ammortamento finanziario per la durata del finanziamento, anziché essere iscritti a conto economico (o capitalizzati ed ammortizzati per la durata del finanziamento) determinando un progressivo allineamento del fair value iniziale al fair value a scadenza.

c) Determinazione del tasso d'interesse effettivo

Il tasso di interesse effettivo viene determinato attualizzando – alla data della stipula del contratto – tutti i flussi di cassa collegati all'operazione di finanziamento, rappresentati dal pagamento degli interessi e dal rimborso del capitale a scadenza e ponendo tale valore pari al fair value iniziale del finanziamento che è pari a € 98.000.

Tale tasso è pari al 3,4422%, come risulta dal seguente calcolo:

$$98.000 = 3.000 / (1 + x) + 3.000 / (1 + x)^2 + 3.000 / (1 + x)^3 + 3.000 / (1 + x)^4 + 103.000 / (1 + x)^5$$

da cui $X = 3,4422\%$

d) presentazione del piano di ammortamento del finanziamento

Anni	Capitale e oneri (A)	Interessi nominali (B)	Interessi Effettivi (C)	Delta (D=C- B)	Sommatoria di Delta (E)	Costo ammortizza- to (F= 98000+E)
0	98.000					98.000
1	0	3.000	3.373	373		98.373
2	0	3.000	3.386	386	759	98.759
3	0	3.000	3.399	399	1.158	99.159
4	0	3.000	3.413	413	1.572	99.572
5	100.000	3.000	3.428	428	2.000	
Tot		15.000	17.000	2.000		

In sede di initial recognition del debito (all'atto di erogazione del mutuo), lo strumento finanziario si rileva a fair value.

1/1/20X0

	DARE	AVERE
Banca x c/c	100.000	
Debiti verso banche		98.000
Debiti verso fornitori		2.000

All'atto del pagamento della prima quota interessi, si tiene conto che:

- da un punto di vista economico si pagano gli interessi effettivi (calcolati al tasso di interesse effettivo del 3,4422%);
- finanziariamente, si pagano gli interessi effettivi (al tasso del 3%).

Le scritture contabili saranno pertanto le seguenti:

31/12/20X0

	DARE	AVERE
Interessi passivi su finanziamenti	3.373,39	
Debiti verso banche		3.373,39

31/12/20X0

	DARE	AVERE
Debiti verso banche	3.000	
Banca x c/c		3.000



Metodo

Patrimoniale *Complesso*

Il **metodo patrimoniale complesso** ispirato alla teoria del *going concern value*, **sommando al patrimonio netto rettificato (K') il valore dei beni immateriali o *intangibles***: (know how, licenze, brevetti, marchi, ecc..), non contabilizzati e non aventi valore di mercato, rappresenta meglio la realtà aziendale, rispetto al **metodo patrimoniale semplice** che invece non ne tiene conto, ma che sono i veri fautori del successo competitivo dell'azienda, senza i quali verrebbe, probabilmente, meno il normale funzionamento dell'impresa stessa.

Gli *intangibles* sono, infatti, spesso prevalenti rispetto ad altri elementi del patrimonio ed in grado di influenzare, anche notevolmente, i flussi finanziari futuri. Gli *intangibles* affinché siano rilevanti nel processo di valutazione aziendale devono possedere i seguenti requisiti:

- devono essere negoziabili ovvero trasferibili (non avrebbe infatti senso valutare un elemento patrimoniale che in alcun modo potesse essere frutto di una cessione/negoziazione);
- il loro valore deve essere quantomeno determinabile, in base alle metodologie elaborate dalla prassi aziendale;
- la loro utilità deve essere prevista come duratura nel tempo.

La dottrina aziendale classifica gli *intangibles* in due grandi e distinte categorie:

- 1) *intangibles di marketing*: logo della società, marchio, insegne, idee pubblicitarie, grafica, idee promozionali vincenti, pubbliche relazioni, design etichette, design imballaggio;
- 2) *intangibles della tecnologia*: segreti industriali, know-how, design-styling, software, brevetti, risultati legati ad investimenti in R&S.

Volendo esprimere la filosofia del metodo in questione attraverso una formula matematica, si dovrà aggiungere alla formula commentata nel metodo semplice il valore dell'*intangibile*, pertanto si avrà:

$$\mathbf{W = K' + V.IMM. + V.B.A.}$$

W = valore del capitale economico

K' = valore del patrimonio netto rettificato

V.IMM. = valore complessivo dei beni immateriali non contabilizzati

V.B.A. = valore dei beni accessori

(suppone che l'azienda sia in grado di **remunerare congruamente** il **patrimonio netto rettificato** comprensivo dei beni immateriali).

$$\mathbf{R = i (K' + V.IMM.)}$$

R = reddito atteso

i (K' + V.IMM.) = reddito congruo

Se, invece, l'azienda non fosse in grado di remunerare congruamente il **patrimonio netto rettificato** comprensivo dei beni immateriali, occorrerebbe effettuare una **correzione** pari alla differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo attualizzata per un periodo di n anni necessari, secondo il valutatore, per riportare l'azienda in equilibrio. Per il **principio dell'equivalenza delle formule valutative** deve sempre risultare che il metodo patrimoniale complesso coincida con le altre metodologie. Ad esempio, con il metodo reddituale (correzione reddituale):

$$W = K' + V.IMM. + \frac{R - i(K' + V.IMM.)}{i} = \frac{R}{i}$$

diventa

$$i W = i(K' + V.IMM.) + R - i(K' + V.IMM.) = R$$

da cui risulta l'identità

$$i W = R = R$$

$$\mathbf{R = i (K' + V.IMM.)}$$

(se il reddito atteso R è pari al reddito congruo, la correzione reddituale è pari a zero)

$$\mathbf{R - i (K' + V.IMM.) = 0}$$

(il valore dei beni immateriali (V.IMM) spiega l'avviamento, nel senso che specifica le fonti che concorrono a determinarne il valore)

$$\mathbf{R > i (K' + V.IMM.)}$$

(la differenza è attribuibile probabilmente:

- ad altri beni immateriali non contabilizzati e non presi in considerazione nella valutazione;
- alla sottostima dei beni immateriali;
- alla sottostima del patrimonio netto rettificato).

ESEMPIO

I soci della società Beta S.p.A hanno conferito ad un Professionista l'incarico di valutare l'azienda ai fini della trattative in corso per la cessione della stessa a terzi. A tal fine forniscono la situazione patrimoniale alla data del 23 marzo 2023

PERIMETRO DI VALUTAZIONE

Attivo	
Fabbricati	2.000
Costi di impianto e ampliamento	500
Partecipazioni	600
Crediti di finanziamento	550
Crediti commerciali	2.000
Titoli obbligazionari	1.000
Totale Attivo	6.650
Passivo	
Debiti verso fornitori	1.500
Debiti verso banche	1.000
Totale Passivo	2.500
Patrimonio netto	4.150

- **Fabbricati:** il professionista ha commissionato la stima dell'immobile ad una società di ingegneria che ha predisposto una valutazione basata sui prezzi correnti di mercato e sullo stato manutentivo dello stabile. Il valore di stima si aggira intorno ad € 8.000.
- **Costi di impianto ed ampliamento:** il perito non ha ottenuto informazioni dettagliate dalla società, dal momento che si tratta di costi estremamente vecchi e di dubbio significato in considerazione dell'attuale situazione dell'azienda.
- **Partecipazioni:** la voce fa riferimento ad una partecipazione totalitaria in una società a responsabilità illimitata. La società in questione presenta un patrimonio netto negativo pari a 200.
- **Crediti di finanziamento:** il credito iscritto riguarda un finanziamento che scade fra un anno al tasso del 10%.
- **Crediti commerciali:** riguardano svariati clienti ed alcuni sono anche molto vecchi. Si stima che almeno il 25% non possa essere recuperato in quanto riferibili a clienti dichiarati falliti.
- **Obbligazioni:** i titoli posseduti dalla società al momento dell'acquisto avevano un rendimento dell'5%. Alla data di valutazione gli stessi titoli hanno un rendimento del 10%.
- **Marchio:** dalla *due diligence* condotta, emerge che la società oggetto di valutazione, svolge la propria attività nel mercato di riferimento anche grazie alla forza del proprio marchio, costruita nel corso degli anni grazie alla qualità dei propri prodotti. Non essendo frutto di acquisizione da terzi, il valore del marchio non è presente in bilancio. Applicando diversi metodi di valutazione per il bene intangibile in esame risulta un valore probabile di euro 500.

RETTIFICHE DELL'ATTIVO

Attivo		Rettifiche	Valore corrente
Fabbricati	2.000	6.000	8.000
Costi di impianto e ampliamento	500	-500	0
Marchio	0	500	500
Partecipazioni	600	-600	0
Crediti di finanziamento	550	-50	500
Crediti commerciali	2.000	-500	1.500
Titoli obbligazionari	1.000	-500	500
Totale Attivo		4.350	11.000

- Il valore dei **fabbricati** viene allineato al parere dei tecnici;
- I **costi di impianto e ampliamento** vengono azzerati, non essendo ravvisabile una giustificazione economica;
- Viene valorizzato il **marchio**;
- Il valore della partecipazione (non quotata e controllata) è azzerato dal momento che essa ha un PN negativo;
- Il valore dei **crediti di finanziamento** è attualizzato alla data di valutazione, ossia un anno prima della scadenza $V_a = M (1+i)^{-t} \rightarrow 500 = 550 * (1 + 0,1)^{-1}$;
- I **crediti commerciali** vengono rettificati delle somme ritenute di difficile realizzo;
- Il valore delle **obbligazioni** - in considerazione del fatto che sul mercato sono offerti rendimenti superiori – viene ridotto.

Le nostre obbligazioni rendono 50 l'anno.

Quante obbligazioni dovrei acquistare sul mercato per avere un rendimento simile?

- Le verifiche sui saldi **fornitori** non hanno evidenziato anomalie;
- Risultano alla data di valutazione prestazioni già ricevute ma non ancora fatturate dai fornitori per 450;
- Gli istituti **bancari** hanno confermato i saldi a credito verso la società;
- La società ha rilasciato **fidejussioni** per euro 700 a favore della controllata.
- Stimare le rettifiche del Professionista nel passivo di Alfa S.p.A. compreso il **fondo oneri fiscali sulle plusvalenze** (imposizione al 15 %).

Passivo		Rettifiche	Valore corrente
Debiti v/fornitori	1.500	0	1.500
Debiti per fatture da ricevere	0	450	450
Debiti verso banche	1.000	0	1.000
Fondo rischi/oneri controllata	0	200	200
Fondo rischi Fideiussioni	0	700	700
Fondo oneri fiscali potenziali	0	450	450
Totale Passivo	2.500	1.800	4.300
Patrimonio Netto	4.150	2.550	6.700

IL FONDO ONERI FISCALI POTENZIALI

Sulla base delle rettifiche effettuate, assumendo la deducibilità integrale di tutti i costi, va calcolato il fondo oneri sulle maggiori imposte derivanti dalle rettifiche effettuate.

Ipotizzando una imposizione media del 15 % avremo un fondo pari a € **450**



Totale delle rettifiche dell'attivo	4.350
Totale delle rettifiche del passivo	(1.350)
Rettifiche Nette	3.000



F.do Oneri: 15% di € 3.000

ESERCIZIO

Si ipotizzi di dover redigere la perizia di stima del capitale economico di una grossa pasticceria industriale con sede produttiva nella periferia di una città. Al momento della valutazione la situazione patrimoniale di stretta derivazione contabile evidenzia i seguenti valori:

ATTIVO		PASSIVO	
Impianti (al netto del f.do amm.)	800.000	Capitale sociale	800.000
Rimanenze	500.000	Riserve	400.000
Crediti v/clienti	800.000	Utile d'esercizio	100.000
Liquidità	400.000	P.N.	<i>1.300.000</i>
Ratei e Risconti	50.000	Fondi rischi e oneri	100.000
		Debiti per TFRL	200.000
		Debiti finanziari	300.000
		Debiti commerciali	600.000
		Ratei e risconti	50.000
TOTALE ATTIVO	2.550.000	TOTALE A PAREGGIO	2.550.000
Impegni per leasing	600.000	Creditori leasing	600.000

Innanzitutto si decide di valutare la società in questione applicando il metodo patrimoniale complesso, ritenendo che gli elementi patrimoniali sono autonomi e significativi. In particolare ci si riferisce alla speciale macchina impastatrice, appositamente progettata da un vicino Parco tecnologico e al fabbricato acquistato in leasing (l'ammontare dei canoni a scadere è indicato "sotto la riga").

Al fine della determinazione del carico fiscale latente appare congruo considerare un'aliquota del 20%.

Nel seguito si procede al calcolo del Patrimonio Netto rettificato dell'azienda, attraverso la determinazione delle rettifiche derivanti dall'applicazione dei criteri di valutazione di cessione.

Gli impianti

Dell'impianto utilizzato si conoscono le seguenti informazioni: acquistato tre anni prima, è stato ammortizzato con un coefficiente del 12%; da apposita perizia tecnica risulta un costo di riproduzione di 1.500.000 euro. Pertanto, avremo la seguente situazione:

Costo di riproduzione	1.500.000
F.do ammortamento stimato (1.500.000 x 12%) x 3	540.000
<i>Valore corrente stimato</i>	<i>960.000</i>
Valore di bilancio	800.000
<i>Plusvalore lordo</i>	<i>160.000</i>
Effetto fiscale latente (160.000 x 20%)	32.000
<i>Plusvalore netto</i>	<i>128.000</i>

Le rimanenze

Non emergono divergenze particolarmente significative fra la valorizzazione di bilancio delle rimanenze e il loro valore di mercato, pertanto non si determina alcun plusvalore.

I crediti

Anche per questa voce non si determina alcun plusvalore, in quanto non si hanno informazioni per dedurre che il valore di presunto realizzo sia significativamente diverso da quello di iscrizione in bilancio.

Il fabbricato in leasing

Si procede ad una rettifica in aumento del Patrimonio netto della società con riferimento all'immobile ottenuto in leasing, di cui si hanno le seguenti informazioni:

- il valore di mercato, risultante da una apposita perizia redatta dal geometra incaricato, è determinato in 800.000 euro;
- il contratto di leasing è già in corso da 3 anni;
- il coefficiente di ammortamento sui fabbricati è del 3%;
- il valore attuale dei canoni di leasing a scadere risulta pari a 570.000 euro.

La rettifica viene pertanto così determinata:

Valore immobile	800.000
F.do ammortamento stimato (800.000 x 3%) x 3	72.000
<i>Valore residuo stimato</i>	728.000
Valore attuale canoni	570.000
<i>Plusvalore lordo</i>	158.000
Effetto fiscale latente (58.000 x 20%)	31.600
<i>Plusvalore netto</i>	126.400

I fondi rischi e oneri

Si viene a conoscenza che circa il 50% dei fondi rischi e oneri in bilancio deve essere considerato più come una riserva occulta che un accantonamento a copertura di costi futuri presunti; si determina quindi la seguente rettifica:

Plusvalore lordo (100.000 x 50%)	50.000
Effetto fiscale latente (50.000 x 20%)	10.000
Plusvalore netto	40.000

I debiti

Non emergendo divergenze significative fra il valore di bilancio e il valore di presunta estinzione, non si determina alcuna rettifica.

La determinazione del Patrimonio Netto rettificato

A questo punto si dispone di tutti gli elementi necessari per la determinazione del Patrimonio Netto rettificato:

P.N. contabile	1.300.00
+ Plusvalore netto per impianti	128.000
+ Plusvalore netto per fabbricato in leasing	126.400
+ Plusvalore netto per fondi rischi – oneri	40.000
P.N. RETTIFICATO	1.594.400

Il risultato così ottenuto deve essere integrato con la stima del valore dell'*intangibile*, che in questo caso coincide con l'autorizzazione per la vendita al pubblico di determinate merci in un certo luogo. L'autorizzazione possiede infatti un proprio valore di mercato, specie nei luoghi dove le cessioni sono più frequenti. In questo senso l'*intangibile* comprende anche le differenze che distinguono i vari negozi fra loro: localizzazione, clientela, politiche di prezzo, qualità della merce, etc.; tutte caratteristiche che giustificano il diverso valore attribuito all'autorizzazione.

L'intangibile

La formula empirica, suggerita dalla dottrina, è la seguente:

Valore autorizzazione pasticceria = 25-35% del fatturato annuo

Pertanto, nel nostra caso, ipotizzando un fatturato di 500.000 euro ed applicando un moltiplicatore del 30%, otterremmo:

Valore autorizzazione pasticceria = 500.000 x 30% = 150.000

Da cui la seguente rettifica:

Plusvalore lordo	150.000
Effetto fiscale latente (150.000 x 20%)	30.000
Plusvalore netto	120.000

La determinazione del valore economico dell'azienda

A questo punto è possibile determinare il valore economico dell'azienda da valutare, sommando al Patrimonio Netto rettificato il valore netto dell'*intangibile*:

P.N. RETTIFICATO	1.594.400
+ Valore netto Intangibile	120.000
VALUTAZIONE AZIENDA	1.714.400

ESERCITAZIONE

Supponiamo di dover valutare un'azienda industriale che, alla data della valutazione, presenta il seguente stato patrimoniale di derivazione contabile:

STATO PATRIMONIALE (redatto in base ai valori contabili secondo criteri di funzionamento)			
Attività		Passività	
Immobili	260.000	Trattamento di fine rapporto	25.000
Impianti	85.000	Debiti	69.800
Attrezzature	40.000	Debiti tributari	4.200
Spese d'impianto	3.000	Fondo rinnovamento impianti	13.000
Materie prime	55.000	Fondo svalutazione crediti	3.400
Semilavorati	34.000	Fondo ammortamento immobili	5.000
Prodotti finiti	51.000	Fondo ammortamento impianti	31.000
Crediti	102.000	Fondo ammortamento attrezzature	15.000
Banche c/c	9.000		
Cassa	1.250	Totale passività	166.400
Totale attività	640.250	Patrimonio netto	
		Capitale sociale	400.000
		Riserva di utili	45.850
		Utile di periodo	28.000
		Totale a pareggio	640.250

Il valutatore riadegua a valori correnti le varie poste patrimoniali e compie le seguenti rettifiche:

- il valore contabile degli immobili (costo storico meno fondo ammortamento) è pari a euro 255.000. Sono di acquisto recentissimo, ottimamente funzionali, e vengono valutati al prezzo corrente di mercato pari a euro 300.000;
- il valore contabile degli impianti è pari a euro 54.000 (costo storico meno fondo ammortamento). Ormai obsoleti, non perfettamente funzionanti, vengono valutati al costo di riproduzione pari a euro 50.000;
- il valore contabile delle attrezzature è pari a euro 25.000 (costo storico meno

fondo ammortamento). In buono stato, offrono discreta utilità futura, e vengono valutate in euro 28.000 pari al costo di riacquisto;

- le spese d'impianto indicano che la società è di recente costituzione. Non essendo un valore suscettibile di benefici futuri, viene annullato;
- il magazzino è composto da materie prime, semilavorati e prodotti finiti. Sono in perfetto stato di conservazione, godono di largo mercato, e vengono valutate in base ai prezzi attuali di mercato ovvero pari a euro 59.000 per le materie prime, a euro 38.000 per i semilavorati, a euro 55.000 per i prodotti finiti;
- i crediti sono contabilizzati al valore nominale per euro 102.000 e rettificati (indirettamente) col fondo svalutazione crediti. Si ritiene che la svalutazione, in termini prudenziali, vada elevata ad almeno il 5%. Il valore del fondo ammonta, pertanto, a euro 5.100;
- i valori bancari e liquidi sono reali; non occorrono rettifiche. Il valore di bilancio resta inalterato;
- i debiti, espressi al valore nominale, sono valutati al medesimo valore, essendo, per lo più, a breve termine;
- il trattamento di fine rapporto è stato correttamente calcolato prima di essere contabilizzato, anche per quanto riguarda le rivalutazioni;
- il debito tributario è ritenuto insufficiente anche per effetto delle plusvalenze contabili derivanti dalla maggiore valutazione di alcune poste. Il valutatore stima congruo un valore di euro 20.000;
- il fondo rinnovamento impianti, trattandosi di una riserva di utili «impropria», viene annullato. Il relativo valore incrementa il patrimonio netto di cui è parte ideale;
- le voci del patrimonio netto vengono riportate a valori di bilancio, analogamente per l'utile di periodo che viene sommato al netto.

STATO PATRIMONIALE (redatto dal valutatore secondo valori correnti)			
Attività		Passività	
Immobili	300.000	Trattamento di fine rapporto	25.000
Impianti	50.000	Debiti	69.800
Attrezzature	28.000	Debiti tributari	20.000
Materie prime	59.000	Fondo svalutazione crediti	5.100
Semilavorati	38.000		
Prodotti finiti	55.000	Totale passività	119.900
Crediti	102.000		
Banche c/c	9.000	Patrimonio netto	
Cassa	1.250	risultante dalla valutazione	522.350
Totale attività	642.250	Totale a pareggio	642.250

Lo stato patrimoniale redatto dal valutatore è il «documento» della valutazione.

I valori sono stati rettificati a valori correnti, cui è stato sommato l'utile della frazione d'esercizio. Il valore globale dell'azienda è pari a euro 522.350.

In alternativa, è possibile stimare il valore dell'azienda sommando al patrimonio netto contabile le plusvalenze o minusvalenze delle varie poste. Operativamente, viene prima redatto un prospetto per il calcolo della fiscalità potenziale:

PLUSVALENZE E MINUSVALENZE TEORICHE			
Plusvalenze teoriche		Minusvalenze teoriche	
Immobili	45.000	Impianti	4.000
Attrezzature	3.000	Spese d'impianto	3.000
Materie prime	4.000	Crediti	1.700
Semilavorati	4.000		
Prodotti finiti	4.000		
Fondo rinnovamento impianti	13.000		
Totale plusvalenze teoriche	73.000	Totale minusvalenze teoriche	8.700

CARICO TRIBUTARIO POTENZIALE	
Plusvalenze teoriche	73.000
Minusvalenze teoriche	8.700
BASE IMPONIBILE IPOTETICA	64.300
aliquota tributaria stimata	24,57%
IMPOSTE POTENZIALI	15.800

L'entità delle imposte potenziali viene riportata nel prospetto riepilogativo delle plusvalenze e minusvalenze teoriche:

PLUSVALENZE E MINUSVALENZE TEORICHE TASSATE			
Plusvalenze teoriche		Minusvalenze teoriche	
Immobili	45.000	Impianti	4.000
Attrezzature	3.000	Spese d'impianto	3.000
Materie prime	4.000	Crediti	1.700
Semilavorati	4.000	Debiti tributari	15.800
Prodotti finiti	4.000		
Fondo rinnovamento impianti	13.000		
Totale plusvalenze teoriche	73.000	Totale minusvalenze teoriche	24.500

RICOSTRUZIONE DEI VALORI DEL PATRIMONIO	
PATRIMONIO NETTO CONTABILE	473.850
Plusvalenze teoriche	73.000
Minusvalenze teoriche	24.500
VALORE PATRIMONIALE CORRENTE	522.350
VALORE DELL'AZIENDA	522.350

Per comodità di consultazione e visualizzazione si riporta la seguente tabella:

CONFRONTO TRA VALORI DI STIMA E VALORI CONTABILI					
Attività	valori contabili	valori di stima	Passività	valori contabili	valori di stima
Immobili	260.000	300.000	Trattamento di fine rapporto	25.000	25.000
Impianti	85.000	50.000	Debiti	69.800	69.800
Attrezzature	40.000	28.000	Debiti tributari	4.200	20.000
Spese d'impianto	3.000	-	Fondo ammortamento	51.000	-
Materie prime	55.000	59.000	Fondo rinnovamento	-	-
Semilavorati	34.000	38.000	impianti	13.000	-
Prodotti finiti	51.000	55.000	Fondo svalutazione crediti	3.400	5.100
Crediti	102.000	102.000			
Banche c/c	9.000	9.000	Totale passività	166.400	119.900
Cassa	1.250	1.250	Patrimonio netto	473.850	522.350
Totale attività	640.250	642.250	Totale a pareggio	640.250	642.250

Analogamente, per quanto riguarda il patrimonio netto, si ricordano i valori:

RACCORDO TRA VALORI DI STIMA E VALORI CONTABILI		
Patrimonio netto	valori contabili	valori di stima
PATRIMONIO NETTO	473.850	522.350
Capitale sociale	400.000	400.000
Riserva di utili	45.850	45.850
Rettifiche delle attività	-	2.000
Rettifiche delle passività	-	46.500
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO		494.350
Utile della frazione d'esercizio	28.000	28.000
VALORE PATRIMONIALE CORRENTE		522.350
VALORE DELL'AZIENDA		522.350

VERIFICA REDDITUALE					
REDDITO MEDIO-PROSPETTICO	20X0	20X1	20X2	20X3	20X4
Risultato normalizzato	31.071	31.993	34.474	29.847	41.418
Imposte IRES e IRAP (24,57%)	7.634	7.861	8.470	7.333	10.176
RISULTATO NETTO	23.437	24.132	26.004	22.514	31.242
RISULTATO NETTO MEDIO-NORMALE DEL QUINQUENNIO (R)					25.466

Il costo del capitale proprio (k_e) viene stimato mediante il CAPM:

tasso di rendimento puro (r)	3,75%
tasso di rendimento medio del mercato (r_m)	5,90%
coefficiente di rischio del settore (β)	1,12

$$k_e = r + \beta(r_m - r) = 3,75 + 1,12(5,90 - 3,75) = 6,158\%$$

Successivamente, si calcola il tasso di redditività prospettico (r_p) nel rapporto R/K :

$$r_p = \frac{R}{K} = \frac{25.466}{522.350} = 4,875\%$$

Il confronto tra tassi (r_p e k_e) evidenzia che la redditività prospettica non remunera adeguatamente (perché $r_p < k_e$) il capitale investito in azienda, per cui la verifica reddituale non è da considerarsi superata.

Il valore patrimoniale corrente congruo è ottenuto dal rapporto R/k_e :

$$\frac{R}{k_e} = \frac{25.466}{6,158} = 413.543$$

Il capitale corrente rende il 4,875%, mentre il suo costo è superiore e determina la sua entità alla soglia minima di congruità, rispetto al reddito normale, in euro 413.543.

Metodi Misti

Patrimoniali-Redditali

I metodi misti patrimoniali/reddituali rappresentano una sintesi tra due approcci, l'uno basato sul patrimonio, l'altro sul reddito.

L'obiettivo è quello di esprimere il valore aziendale in funzione di entrambi: il **metodo patrimoniale** trascura la valutazione della redditività futura dell'azienda; il **metodo reddituale** sorvola sulla valutazione della consistenza patrimoniale.

Il **metodo misto** appare, quindi, in prima approssimazione, più completo, perché ne integra le essenze e le risultanze. Il metodo misto, nelle **varie configurazioni** proposte dalla **dottrina** e dalla **prassi professionale**, si basa, in sostanza, sul “**principio della composizione**”:

- la stima del valore corrente di ogni **elemento patrimoniale** deve contemplare il contributo al processo di formazione del reddito aziendale;
- il **reddito** deve essere strettamente rapportato agli elementi, di natura materiale e immateriale, che compongono il patrimonio aziendale.

L'**elemento di partenza** della valutazione è il **patrimonio, rettificato ed espresso a valori correnti**; ma, poiché il **valore dell'azienda** è strettamente **correlato** alla **dinamica reddituale**, la **capacità di produrre utili** nel tempo è considerata un **fattore** per “**correggere**” l'entità patrimoniale, ma il **correttivo reddituale (positivo o negativo)** assume un **peso limitato**.

Il **presupposto** è, infatti, che, con il metodo misto, s'intende apportare un **aggiustamento reddituale al patrimonio netto rettificato**, al fine di definire la **forza economica**, che l'**attivo** ed il **passivo patrimoniale** sono in grado di esprimere in considerazione dell'attitudine del complesso aziendale a produrre utili ritenuti congrui rispetto al capitale investito.

In sostanza, il **confronto** tra la **redditività prospettica** e la **redditività reputata soddisfacente** permette la quantificazione di un **extravalore**, che andrà ad incrementare, o a diminuire, il valore del **patrimonio corrente**.

Nelle **aziende redditizie** è espresso dal “**sovrareddito**”, vale a dire dal reddito in eccedenza a quello considerato “normale”, stimato per un adeguato numero di anni. Il riscontro reddituale coi risultati economici ottenuti nel recente passato è fondamentale per stabilire il grado di verificabilità dei profitti attesi.

Il **valore dell'azienda** è, in conclusione, sempre compreso entro un intervallo, che ha, come **limite inferiore**, il **patrimonio netto a valori di liquidazione** (anche, in **extremis**, a valore **zero**, quando gli oneri di liquidazione sopravanzino i proventi netti da dismissione dei cespiti aziendali), e, come **limite superiore**, il valor del complesso quantizzato con il **metodo reddituale puro**.

La **logica trasversale** del procedimento misto è, infatti, fondata sul **costo-opportunità**, per cui la misura del capitale esprime, da un lato, il **valore** delle **risorse impiegate** e, dall'altro, il valore attuale dei **benefici** che le risorse generano per effetto della loro destinazione impressa dalla gestione economica.

Il metodo misto, nella sua **impostazione tradizionale**, è, infatti, essenzialmente strutturato nei seguenti procedimenti:

- metodo del **valore medio**
- metodo della **stima autonoma dell'avviamento**
- metodo della **rivalutazione controllata dei cespiti**

Quest'ultimo è considerato una **variante** del **metodo della stima autonoma dell'avviamento** e valuta il complesso esprimendo il valore dei beni strumentali, soggetti ad ammortamento, in funzione della redditività attesa e della capacità dell'azienda di remunerare il capitale investito.

Una **classificazione più ampia** è contenuta nei **principi italiani di valutazione**, che annoverano, nelle valutazioni che esplicitano la creazione di valore (PIV III.1.33), i seguenti approcci:

- metodo misto patrimoniale/reddituale (noto anche come **metodo UEC**);
- metodo Discounted Abnormal Earnings (detto anche **Residual Income Method**);
- metodo Discounted Economic Profit (conosciuto anche come **metodo EVA**).

I principi di valutazione **estendono notevolmente l'ambito di riferimento**, accomunando modelli con impostazioni, di strutturazione articolativa e di elaborazione formulistica, anche molto diversi tra loro, ma col **comune denominatore** di evidenziare la **dimensione del valore** che il complesso aziendale è riuscito a **raggiungere** nel corso della sua vita e della sua operatività.

Il **metodo del valore medio**, detto anche “metodo dei pratici tedeschi”, assegna uguale importanza, nell'espressione del valore del complesso aziendale, alla composizione qualitativa e quantitativa del capitale e alla sua redditività futura. Il valore economico dell'azienda è, infatti, pari alla **semisomma** tra il **valore patrimoniale rettificato espresso a valori correnti** e il **valore reddituale prospettico**. In formula:

$$V = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

R = reddito medio prospettico

i = tasso di attualizzazione

(è comunque possibile modificare la formula per esprimere la durata a **tempo limitato**)

È un metodo **scarsamente utilizzato** nella prassi professionale, al più viene utilizzato quale **metodo di controllo**, a causa della sua impostazione, che appare **semplificistica**, pur tenendo, simultaneamente, conto del capitale e della redditualità del complesso da valutare, e che, soprattutto, si connota non lineare, dal punto di vista teorico, e privo di razionalità, sotto il profilo economico.

L'azienda non potrebbe, infatti, scindere il proprio **valore**, che è, per definizione, **unitario**, e, solo ipoteticamente, il suo valore risulta proprio la metà del suo capitale rettificato e della sua capacità reddituale: il valore, realisticamente, si colloca entro i due limiti, di espressione patrimoniale corrente e di attualizzazione del reddito, ma è **molto raro che sia proprio esattamente equidistante**.

Il metodo della **stima autonoma dell'avviamento** conosciuto come “**metodo U.E.C.**”, nonostante sia stato solo uno dei vari approcci proposti, nel corso del tempo, *dall'Union des Experts Comptables (U.E.C.)*, ora denominata *F.E.E. (Federazione degli Esperti Contabili Europei)*, che ne è stata, però, grande supporter nella sua diffusione, il metodo della stima autonoma dell'avviamento è, nella **prassi professionale**, ancor oggi, il **più applicato**, per la valutazione delle piccole e medie aziende.

È un'evidente declinazione di metodo misto, per l'intersecare elementi di fonte patrimoniale e di natura reddituale, che permette di calibrare autonomamente il valore dell'**avviamento**, inteso come sistema di condizioni produttive, di natura immateriale, disponibili in quantità maggiori o in qualità migliori, il quale origina un **reddito superiore**, attribuibile all'azienda da stimare, rispetto al **rendimento normale del patrimonio netto rettificato** della medesima, quantificato secondo il **metodo analitico-patrimoniale**, nella versione **semplice o complessa**.

Il cuore della valutazione si concentra, pertanto, sulla **sovraredditività**, vale a dire sul surplus di reddito, rispetto alle **entità ritenute congrue**, perché corrispondenti al rendimento giudicato soddisfacente dagli investitori a titolo di capitale di rischio: esprime, in sostanza, il **valore eccedente tra il reddito prospettico e il reddito equo**.

Il valore del complesso aziendale viene così quantificato per **sommatoria** del valore del **patrimonio netto rettificato** e del valore dell'**avviamento**, il quale rappresenta, rispetto al reddito “normale”, un **extrareddito**, ottenuto, a durata limitata oppure indefinita, **attualizzando** i “**sovraredditi**”, se positivi, o, in alternativa, i “**sottoredditi**”, se negativi, attesi nel corso dei vari esercizi.

Il valore del capitale economico diviene la risultante della seguente formula:

$$V = K + A$$

dove:

V = valore dell'azienda

K = valore patrimoniale rettificato

A = valore dell'avviamento

L'**avviamento**, quantizzato quale **differenza** tra il valore attribuito al **complesso aziendale** e il valore dei **singoli componenti del patrimonio rettificato**, solitamente, assume un valore **positivo**, in funzione di un profitto venturo, è detto “**goodwill**” (o avviamento positivo), altrimenti “**badwill**” (o avviamento negativo).

L'avviamento non è, notoriamente, un elemento, di regola, rilevato dal capitale di funzionamento di un'azienda, a meno che non sia stato acquisito a titolo oneroso e contabilizzato, in presenza dei relativi presupposti, nelle attività patrimoniali.

Metodi sintetici

Quando si presume una durata indefinita del valore di avviamento, si capitalizzano i flussi attesi con la formula della rendita perpetua:

$$A = \frac{(R - Ki)}{i'}$$

dove:

V = valore dell'azienda

A = valore dell'avviamento

K = valore patrimoniale rettificato

R = reddito medio prospettico

i = tasso di attualizzazione normale

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

La formula del valore dell'azienda a durata illimitata risulta essere:

$$V = K + \frac{(R - Ki)}{i'}$$

Metodi analitici

Si ipotizza che il valore di avviamento abbia una vita definita, per cui i flussi si attualizzano entro un range temporale, in via analitica.

$$A = (R - Ki) a_{\overline{n}|i'}$$

dove:

V = valore dell'azienda

A = valore dell'avviamento

R = reddito medio prospettico

K = valore patrimoniale rettificato

i = tasso di attualizzazione normale

i' = tasso di attualizzazione del sovrareddito

a- = il valore attuale di una rendita con durata definita

n = numero di anni di prevedibile durata dell'avviamento

La formula del valore dell'azienda a durata limitata risulta, a sua volta, essere:

$$V = K + (R - Ki) a_{\overline{n}|i'}$$

Esercitazione

Supponiamo di dover valutare un'azienda che gestisce una casa per anziani, in rapporto di convenzione con l'Asl, e tramite contratto di appalto di servizi a terzi. Alla data di riferimento della valutazione (31/12/20X3), l'azienda presenta il seguente stato patrimoniale, di derivazione contabile:

STATO PATRIMONIALE (redatto in base ai valori contabili secondo criteri di funzionamento)			
Attività		Passività	
Costi pluriennali capitalizzati	22.112,64	Fondo ammortamento fabbricati civili	87.028,31
Software capitalizzato	1.438,15	Fondo ammortamento impianti generici	14.142,66
Oneri ristrutturazione immobile in locazione	556.690,60	Fondo ammortamento impianti specifici	46.862,23
Fabbricati civili	1.591.984,83	Fondo ammortamento arredi	3.819,19
Impianti generici	78.535,97	Fondo ammortamento macchine elettroniche d'ufficio	5.735,62
Impianti specifici	105.940,02	Fondo ammortamento tovagliati e biancheria	4.996,01
Arredi	22.869,57	Fondo ammortamento autoveicoli	5.536,82
Macchine elettroniche d'ufficio	11.022,52	Fondo ammortamento altri beni materiali	681,71
Tovagliati e biancheria	14.370,95	Trattamento di fine rapporto	1.114,52
Autoveicoli	22.147,26	Debiti verso banche	423.592,28
Altri beni materiali	4.584,88	Banca c/anticipi fatture	283.126,71
Magazzino merci	4.352,73	Mutui ipotecari bancari	955.131,75
Crediti verso clienti	304.980,35	Finanziamenti bancari	477.386,45
Anticipi a fornitori	4.507,12	Debiti verso fornitori	283.961,21
Crediti diversi	624,91	Debiti verso INPS	1.629,06
Erario c/iva	3.254,19	Personale c/retribuzioni	586,18
Erario c/crediti d'imposta	7.132,65	Erario c/ritenute lavoro dipendente	1.174,42
Titoli	103.286,21	Erario c/imposte	14.721,17
Cassa	4.309,45	Depositi cauzionali ricevuti	23.292,21
Risconti attivi	16.597,63	Atri debiti	4.231,50
		Fatture da ricevere	79.757,42
		Risconti passivi	104.360,33
Totale attività	2.880.742,63		
		Totale passività	2.822.867,76

		Patrimonio netto	
		Capitale sociale	98.126,81
		Perdita portata a nuovo	(39.377,69)
		Perdita d'esercizio	(874,25)
		Totale a pareggio	2.880.742,63

Parallelamente, presenta la propria situazione di redditività sulla base dei seguenti conti economici civilistici:

CONTI ECONOMICI (redatti in base ai valori contabili secondo criteri di funzionamento)			
COMPONENTI REDDITUALI	20X1	20X2	20X3
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	856.903,37	1.074.653,06	1.301.869,55
Variazioni delle rimanenze			
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione			
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
Altri ricavi e proventi	72.791,50	119.098,81	157.718,26
Totale valore della produzione	929.694,87	1.193.751,87	1.459.587,81
Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	90.590,17	133.695,67	107.241,46
Costi per servizi	641.347,97	877.602,79	888.335,59
Costi per godimento di beni di terzi	29.296,77	23.662,01	153.652,91
Costi per il personale	111,61	58,93	23.228,57
Ammortamenti e svalutazioni	49.862,80	49.189,14	90.158,52
Variazioni delle rimanenze di merci	414,30	-1.951,05	3.100,20
Accantonamenti per rischi			
Altri accantonamenti			
Oneri diversi di gestione	22.378,70	23.907,86	26.888,17
Totale costi della produzione	834.002,32	1.106.165,35	1.292.605,42
Differenza tra valore e costi della produzione	95.692,55	87.586,52	166.982,39
Proventi finanziari		193,80	1,42
Oneri finanziari	87.513,29	115.203,75	155.696,53
Totale proventi e oneri finanziari	-87.513,29	-115.009,95	-155.695,11
Rivalutazioni			
Svalutazioni			
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie			
RISULTATO D'ESERCIZIO ANTE-IMPOSTE	8.179,26	-27.423,43	11.287,28
Imposte sul reddito dell'esercizio	6.004,84	7.503,59	12.161,53
UTILE/PERDITA D'ESERCIZIO	2.174,42	-34.927,02	-874,25

Dell'ultimo esercizio (20X3), presenta, altresì, il seguente conto economico, di derivazione contabile:

CONTO ECONOMICO (redatto in base ai valori contabili secondo criteri di funzionamento)			
Componenti negativi di reddito		Componenti positivi di reddito	
Rimanenze iniziali	7.452,93	Ricavi da prestazioni tipiche	1.441.869,55
Acquisti di beni per la gestione	27.399,35	Ricavi da fitti d'azienda	17.083,58
Acquisti di beni destinati a terzi	79.842,11	Ricavi e proventi diversi	634,68
Costi per servizi e consulenze	121.831,50	Proventi finanziari	1,42
Costi per appalto di servizi	681.562,65	Rimanenze finali	4.352,73
Costi per locazioni e canoni	153.652,91		
Costi per personale dipendente	23.228,57	Totale componenti positivi	1.463.941,96
Ammortamento immobilizzazioni materiali	41.395,97		
Ammortamento immobilizzazioni immateriali	48.762,55	Risultato d'esercizio	874,25
Costi per utenze e per fruizione locali	49.728,47		
Costi per manutenzioni	15.657,32	Totale a pareggio	1.464.816,21
Costi d'esercizio automezzi	4.240,59		
Costi commerciali	7.722,83		
Costi amministrativi	11.832,82		
Costi generali	22.647,58		
Oneri finanziari	155.696,53		
Oneri tributari	12.161,53		
Totale componenti negativi	1.464.816,21		

Il valutatore riadegua a valori correnti le varie poste patrimoniali e compie le seguenti rettifiche:

- i costi pluriennali vengono azzerati, poiché carenti di utilità economica futura, essendo costituiti da spese di costituzione, onorari professionali, ecc..., e anche dal software, trattandosi di un programma elementare di gestione organizzativa, di semplice creazione;
- gli oneri di ristrutturazione dell'immobile sono relativi ad interventi di messa a norma, per l'accreditamento istituzionale, operati su locali disponibili in forza di contratto di locazione commerciale ventennale (ad uso "alloggi collettivi"), con vincolo di destinazione, poi concessi, unitamente all'azienda ivi stabilizzata, quale "casa di riposo", a terzi, mediante contratto di affitto d'azienda. Vengono stimati in ragione dell'utilizzabilità residua dell'immobile, e quindi del ritorno economico, sulla base della durata contrattuale: i costi sostenuti nel 20X2 vengono quantificati in 18/20, mentre quelli sostenuti nel 20X3 in 18/19;
- i fabbricati di proprietà, invece, subiscono una classica valutazione immobiliare, affidata ad un tecnico del settore o avocata direttamente dal valutatore, pur

trattandosi di un cespite particolare, per una struttura che garantisce ospitalità a persone in difficoltà psico-fisica e per certo numero di posti-letto, nei limiti di ricettività imposti da normative, peraltro esigenti, in ordine agli standard igienico-sanitari e alle norme di sicurezza, ma che è, pacificamente, valutabile mediante il criterio sintetico-comparativo, a valori di mercato, pur gravato da ipoteche: il valore viene stimato in euro 2.160.000,00;

- anche per i veicoli si riscontrano peculiarità, per il fatto di essere mezzi di accompagnamento attrezzati per disabili, con certificazione per il trasporto di carrozzine, mediante idonea rampa di carico, il cui valore aggiornato non si trae dalle comuni quotazioni, ma lo si riscontra, nella sua espressione corrente, con le fatturazioni e altra documentazione tecnica comprovante, e, nella specie, pari ad euro 14.500,00.

Gli altri beni strumentali vengono stimati al valore desumibile dal presunto realizzo, a seguito di accorpamento per cespiti omogenei, che ne riparametra il valore contabile residuo, dopo averne stratificato la formazione per esercizio di acquisizione: si perviene ad un valore corrente, che, ovviamente, supera il problema dell'imputazione delle quote di ammortamento nel tempo e dell'entità del relativo fondo e che, tra l'altro, nella specie, riflette un'aliquota minore di quella fiscalmente ordinaria, per cui il valore contabile tende ad essere sopravvalutato rispetto a quanto deriva da un utilizzo tendenzialmente normale in una struttura come quella di casa protetta.

Al riguardo, viene redatto un apposito prospetto dei beni strumentali, che rispecchia, nelle rispettive colonne:

- I. beni strumentali suddivisi per categorie omogenee
- II. valore contabile, nel residuo da ammortizzare
- III. totale delle aliquote di ammortamento previste
- IV. totale delle aliquote di ammortamento applicate
- V. valore corrente di stima, tendenzialmente ridotto rispetto al valore contabile, in quanto l'onere di sostituzione del cespite, a livello tendenziale, raramente eccede la sua valorizzazione contabile.

CATEGORIA (DA LIBRO CESPITI)	VALORE RESIDUO CONTABILE	ALIQUOTA TOTALE PREVISTA	ALIQUOTA TOTALE APPLICATA	VALORE CORRENTE DI STIMA
Idrante	613,55	40	28	510,00
Telefonia centralizzata	2.254,78	40	28	1.900,00
Elettrodomestici cucina	4.534,78	60	42	3.850,00
Impianti cucina	134,80	60	42	110,00
Frigorifero	110,83	60	42	90,00
Essiccatoio	2.998,34	36	18	2.500,00
Elevatore	42.964,05	12	6	34.000,00
Macchina da cucire	221,29	metà		150,00
Attrezzatura minuta	10.560,89	ridotta		8.800,00
Totale impianti generici	64.393,31			51.910,00

Attrezz. specifica 20X1	43.315,61	68	45	36.560,00
Attrezz. specifica 20X2/X3	7.889,05	68	45	6.700,00
Antincendio	5.300,00	40	28	4.250,00
Cancello telecomandato	269,85	10	5	220,00
Scaletta di sicurezza	441,57	10	5	160,00
Attrezzi di riabilitazione	250,22	10	5	210,00
Montalettiga	1.373,78	10	5	1.150,00
Mobile soppalcato	237,71	10	5	200,00
Totale impianti specifici	59.077,79			49.450,00
Arredi 20X0	8.651,32	50	35	6.480,00
Arredi 20X1	892,44	40	25	660,00
Arredi 20X2	291,49	30	15	210,00
Arredi 20X3	9.215,14	10	5	6.860,00
Totale arredi	19.050,38			14.210,00
Fax	300,90	40	28	250,00
PC 20X0	613,27	100	70	300,00
Stampante	114,80	100	70	50,00
PC 20X3	649,87	60	30	320,00
Elettronica varia	1.263,92	100	70	620,00
Fotocopiatrice	2.344,14	40	20	1.160,00
Totale elettronica d'ufficio	5.286,90			2.700,00
Biancheria	9.374,94	ridotta		7.800,00

Vengono stralciati i costi relativi agli "altri beni materiali", trattandosi di minuterie tecniche e miniattrezzi del fai-da-te.

Non sorgono anomalie per la valutazione di altri componenti patrimoniali attivi:

- per i titoli finanziari, trattandosi di quote di fondi comuni di investimento mobiliare, si assume la quotazione giornaliera, alla data di riferimento della stima, non discostandosi dalle negoziazioni medie dell'ultimo periodo, nella specie riportante, nel suo valore puntuale, euro 150.337,58;
- per le rimanenze di magazzino, costituite da derrate e materie prime alimentari, prodotti farmaceutici e articoli medicali, strumenti per l'igiene e mezzi di pulizia, poiché, nella specie, di entità trascurabile, viene mantenuto il valore contabile, pari ad euro 4.352,73;
- per i crediti verso la clientela, vantati verso soggetti istituzionali (Asl ed enti locali), in forza di rapporti di convenzione, il criterio del valore della presunta esigibilità, al di là dei cronici ritardi nei relativi incassi, coincide, in genere, con una stima a valore nominale, per l'assenza di profili di rischio nella riscuotibilità delle partite da committenze pubbliche (le quote vantate verso ospiti privati/lungodegenti sono minimali). Diversamente, accade, in teoria, per le partite creditorie, ove opera, di norma, un abbattimento del valore contabile in ragione dell'alea di

mancata monetizzazione, come, del resto, per i canoni vantati verso l'affittuario dell'azienda, ma, nella specie, si appura puntualità negli incassi da privati;

- per gli altri crediti, tra cui i crediti tributari, la valutazione coincide con il valore nominale, previa verifica della titolarità del diritto.

Nella valutazione dei componenti patrimoniali passivi, l'esperto assume, pressoché sempre, il valore nominale, per i debiti di fornitura (in larga parte, dovuti alla cooperativa sociale che mette a disposizione personale specializzato per l'assistenza agli anziani, che così vanta, di fatto, varie mensilità per stipendi arretrati di lavoro, fornito in appalto). Spesso, è richiesto un intenso impegno nella ricostruzione dei rapporti, come avviene per i debiti erariali, ma anche per i saldi bancari, che comprendono altresì, oltre ai conti anticipi su fatture, le esposizioni relative all'immobile in proprietà, concesso in garanzia ipotecaria (per mutuo e per finanziamento), le quali vengono correlate al valore del fabbricato, non costituendo patrimonio accessorio, ma strumentale.

Altresì i risconti passivi, per quanto di importo rilevante, vengono mantenuti al loro valore contabile, dal momento che sono, in larga parte, riferiti a storni sul canone di affitto dell'azienda (la carenza di liquidità è stata, in parte, supplita anche attraverso l'incameramento anticipato di varie mensilità contrattuali, a fronte, comunque, di importanti lavori tecnici di adeguamento operati sull'immobile).

L'insorgenza di una cospicua plusvalenza potenziale sull'immobile, ma anche sui titoli d'investimento (peraltro, anch'essi a garanzia dell'intervento bancario per l'acquisizione del fabbricato), comporta l'accensione di un fondo per fiscalità futura, per le imposte latenti: trattandosi di tassazione differita, meramente ipotetica, per il tipo di gestione aziendale, e non profilandosi azioni di alienazione degli asset, e nemmeno di trasferimento per rifinanziamento, è oggetto di modulazione l'aliquota d'imposta, la quale viene fissata nella misura del 60%, sicché la relativa passività potenziale stimata in euro 90.400,00.

STATO PATRIMONIALE (redatto dal valutatore secondo valori correnti)			
Attività		Passività	
Oneri ristrutturazione immobile in locazione	547.338,58	Fondo per fiscalità futura	90.400,00
Fabbricati civili	2.160.000,00	Trattamento di fine rapporto	1.114,52
Impianti generici	51.910,00	Debiti verso banche	423.592,28
Impianti specifici	49.450,00	Banca c/anticipi fatture	283.126,71
Arredi	14.210,00	Mutui ipotecari bancari	955.131,75
Macchine elettroniche d'ufficio	2.700,00	Finanziamenti bancari	477.386,45
Tovagliati e biancheria	7.800,00	Debiti verso fornitori	283.961,21
Autoveicoli	14.500,00	Fatture da ricevere	79.757,42
Magazzino merci	4.352,73	Depositi cauzionali ricevuti	23.292,21
Crediti verso clienti	304.980,35	Debiti verso INPS	1.629,06
Anticipi a fornitori	4.507,12	Personale c/retribuzioni	586,18
Crediti diversi	624,91	Erario c/ritenute lavoro dip.	1.174,42
		Erario c/imposte	14.721,17

Erario c/iva	3.254,19	Altri debiti	4.231,50
Erario c/crediti d'imposta	7.132,65	Risconti passivi	104.360,33
Titoli	150.337,58		
Cassa	4.309,45	Totale passività	2.744.465,21
Risconti attivi	16.597,63		
		Patrimonio netto	
Totale attività	3.344.005,19	risultante dalla valutazione	599.539,98
		Totale a pareggio	3.344.005,19

Per ricostruire le differenze di valutazione viene redatto un foglio di lavoro, che pone in luce le varie plus/minusvalenze potenziali:

CONFRONTO TRA VALORI DI STIMA E VALORI CONTABILI			
Attività	valori contabili	valori di stima	differenze di valutazione
Costi pluriennali capitalizzati	22.112,64		- 22.112,64
Software capitalizzato	1.438,15		- 1.438,15
Oneri ristrutturazione immobile in locazione	556.690,60	547.338,58	- 9.352,02
Fabbricati civili	1.504.956,52	2.160.000,00	655.043,48
Impianti generici	64.393,31	51.910,00	- 12.483,31
Impianti specifici	59.077,79	49.450,00	- 9.627,79
Arredi	19.050,38	14.210,00	- 4.840,38
Macchine elettroniche d'ufficio	5.286,90	2.700,00	- 2.586,90
Tovagliati e biancheria	9.374,94	7.800,00	- 1.574,94
Autoveicoli	16.610,44	14.500,00	- 2.110,44
Altri beni materiali	3.903,17		- 3.903,17
Magazzino merci	4.352,73	4.352,73	
Crediti verso clienti	304.980,35	304.980,35	
Anticipi a fornitori	4.507,12	4.507,12	
Crediti diversi	624,91	624,91	
Erario c/iva	3.254,19	3.254,19	
Erario c/crediti d'imposta	7.132,65	7.132,65	
Titoli	103.286,21	150.337,58	47.051,37
Cassa	4.309,45	4.309,45	
Risconti attivi	16.597,63	16.597,63	
Totale attività	2.711.940,08	3.344.005,19	632.065,11

Passività e Patrimonio netto	<i>valori contabili</i>	<i>valori di stima</i>	<i>differenze di valutazione</i>
Fondo per fiscalità futura		90.400,00	90.400,00
Trattamento di fine rapporto	1.114,52	1.114,52	
Debiti verso banche	423.592,28	423.592,28	
Banca c/anticipi fatture	283.126,71	283.126,71	
Mutui ipotecari bancari	955.131,75	955.131,75	
Finanziamenti bancari	477.386,45	477.386,45	
Debiti verso fornitori	283.961,21	283.961,21	
Debiti verso INPS	1.629,06	1.629,06	
Personale c/retribuzioni	586,18	586,18	
Erario c/ritenute lavoro dipendente	1.174,42	1.174,42	
Erario c/imposte	14.721,17	14.721,17	
Depositi cauzionali ricevuti	23.292,21	23.292,21	
Atri debiti	4.231,50	4.231,50	
Fatture da ricevere	79.757,42	79.757,42	
Risconti passivi	104.360,33	104.360,33	
Totale passività	2.654.065,21	2.744.465,21	90.400,00
Patrimonio netto contabile	57.874,87		
Plus/minusvalenze potenziali			541.665,11
Patrimonio netto corrente		599.539,98	
Totale a pareggio	2.711.940,08	3.344.005,19	632.065,11

Spesso, nelle valutazioni economiche, la normalizzazione è frutto di laboriose e, a volte, criticabili interpretazioni circa l'attribuzione dei valori: la peculiarità della gestione aziendale, che si snoda lungo un percorso di tendenziale ripetibilità, per quanto afferisce i flussi di ricavo, generati dai rapporti continuativi con le aziende sanitarie locali, ma anche per quanto inerisce i flussi di costo, dal momento che la capienza massima di ricettività della struttura non consente di lasciare posti-letto vuoti, anche per le lunghe liste d'attesa, consente, quindi, sotto un certo profilo, di standardizzare l'operare, sgravando il valutatore dall'onere di esprimere valori previsionali, circa il futuro andamento economico, il quale viene estrapolato da dati storici, e quindi certi, che offrono, nella specie, un margine di maggiore attendibilità.

L'esame dei conti economici consuntivi ha posto in luce che i componenti reddituali non direttamente riferibili al normale ciclo produttivo non hanno rivestito, nei periodi in esame, punte particolarmente significative e tali da alterare, in misura apprezzabile, il risultato operativo, per cui la normalizzazione non si presenta particolarmente impegnativa.

In particolare, sono gli ammortamenti ad essere revisionati dal valutatore, che li ridetermina, in rapporto ai nuovi valori dei beni strumentali, sulla base dell'ultimo esercizio (ritenuto rappresentativo di un'operatività-tipo), come si evince dal seguente prospetto:

CESPITI	VALORI CONTABILI	VALORI CORRENTI	VITA UTILE	AMMORTAMENTO			
				20X0	20X1	20X2	20X3
Fabbricati civili	1.504.956,52	2.160.000,00	anni 40	5.400	5.400	5.400	5.400
Impianti generici	64.393,31	51.910,00	anni 15	3.461	3.461	3.461	3.461
Impianti specifici	59.077,79	49.450,00	anni 10	4.645	4.745	4.845	4.945
Arredi	19.050,38	14.210,00	anni 5	2.692	2.742	2.792	2.842
Macchine elett. d'uff.	5.286,90	2.700,00	anni 8	323	328	332	337
Tovagliati e bianch.	9.374,94	7.800,00	anni 2	3.600	3.700	3.800	3.900
Autoveicoli	16.610,44	14.500,00	anni 6	2.417	2.417	2.417	2.417
Altri beni materiali	3.903,17	1.629,06	anni vari	976	976	976	976
Beni immateriali	556.690,60	547.338,58	anni vari	24.564	28.732	22.527	67.220
Totale	2.239.344,05	2.847.908,58		48.078	52.501	46.550	91.498

In sede di normalizzazione, il valutatore rileva, poi, per l'esercizio 20X3, tra i costi per servizi, una fattura per consulenza internazionale, pari ad euro 5.848,57, che pare non giustificabile e che ritiene di stralciare; riscontra un errore materiale di computo, nelle retribuzioni, per 200 euro tonde; azzera un onere sanzionatorio, scaturito da un controllo sanitario, per euro 1.112,41, dovuto ad una mancata revisione periodica di un macchinario medico-tecnico (defibrillatore). Anche nell'anno 20X2 rettifica gli oneri diversi di gestione, nella specie per infrazioni amministrative, in complessive euro 385, per più contravvenzioni al codice della strada.

Provvede, poi, a stilare un quadro riepilogativo dei risultati economici normalizzati, nei vari esercizi:

CONTI ECONOMICI NORMALIZZATI (redatti dal valutatore)				
COMPONENTI REDDITUALI	20X0	20X1	20X2	20X3
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	582.116	856.903	1.074.653	1.301.870
Variazioni delle rimanenze				
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione				
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni				
Altri ricavi e proventi	39.812	72.792	119.098	157.718
Totale valore della produzione	621.928	929.695	1.193.751	1.459.588

Costi per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	81.979	90.590	133.696	107.241
Costi per servizi	384.380	641.348	877.603	882.487
Costi per godimento di beni di terzi	22.917	29.297	23.662	153.653
Costi per il personale	33.575	112	59	23.029
Ammortamenti e svalutazioni	48.078	52.501	46.550	91.498
Variazioni delle rimanenze di merci	2.167	414	-1.951	3.100
Accantonamenti per rischi				
Altri accantonamenti				
Oneri diversi di gestione	23.441	22.379	23.523	25.776
Totale costi della produzione	596.537	836.641	1.103.142	1.286.784
Differenza tra valore e costi della produzione	25.391	93.054	90.609	172.804
Proventi finanziari			194	2
Oneri finanziari	33.981	87.513	115.204	155.697
Totale proventi e oneri finanziari	-33.981	-87.513	-115.010	-155.695
Rivalutazioni				
Svalutazioni				
Totale rettifiche di valore di attività finanziarie				
RISULTATO D'ESERCIZIO ANTE-IMPOSTE	-8.590	5.541	-24.401	17.109

Poiché, internamente all'azienda, si registra l'intervento di personale direttivo qualificato e specializzato (è, infatti, assunto un responsabile sanitario), i cui oneri vengono, di regola, imputati a conto economico, si ritiene corretto non stimare oneri figurativi per stipendi direzionali.

Separatamente, viene riconteggiato il carico tributario, gravante sui vari esercizi, distinguendo tra imposizione diretta sul reddito (Ires) e imposta sul valore della produzione netta (Irap), nelle seguenti ricostruzioni, che tengono conto delle diverse variazioni, in aumento e in diminuzione, in ottemperanza alle rispettive prescrizioni di legge:

DETERMINAZIONE IRES	20X0	20X1	20X2	20X3
Risultato economico	-8.590	5.541	-24.401	17.109
Variazioni in aumento		4.343	42.216	1.955
Variazioni in diminuzione			1.218	213
Imponibile fiscale	0	9.884	16.597	18.851
IRES (24%)	0	2.372	3.983	4.524

DETERMINAZIONE IRAP	20X0	20X1	20X2	20X3
Valore della produzione lorda	25.391	93.054	90.609	172.804
Costi del personale	33.575	112	59	23.029
Variazioni in aumento				
Variazioni in diminuzione	59.221		384	
Valore della produzione netta	0	93.166	90.284	195.833
IRAP (3,9%)	0	3.633	3.521	7.637

Le imposte vengono, poi, defalcate dal risultato economico normalizzato, al fine di ottenere, come si evince dalla seguente schematizzazione, il valore di R:

RISULTATO DA ATTUALIZZARE	20X0	20X1	20X2	20X3
Risultato normalizzato	-8.590	5.541	-24.401	17.109
Imposte (IRES e IRAP)		-6.005	-7.504	-12.161
RISULTATO NETTO	-8.590	-464	-31.905	4.948

La scelta del reddito attualizzando si presenta, però, anomala, perché la somma algebrica evidenzia un valore di R pesantemente negativo, che rischia di sbilanciare il risultato di sintesi valutativa: pare, ipoteticamente, sostenibile un flusso reddituale continuo, per quanto a margini risicati, garantito dall'operare in regime convenzionale, ma, nonostante la redditività sia ottimizzabile (anche solo perché un cespite immobiliare, di riguardo, scarica i propri oneri finanziari di acquisizione sulla gestione della casa protetta), è in sostanziale pareggio. Il valutatore ritiene corretto emarginare gli esercizi chiusi in perdita e contenersi al solo flusso di reddito dell'esercizio 20X3, che è pari ad euro 4.948,00.

La singolarità della valutazione convince l'esperto anche a non applicare il CAPM, per l'impossibilità di reperire il coefficiente beta, e a limitarsi a considerazioni empiriche, che lo portano ad individuare il tasso normale di sconto in un totalizzare un tasso privo di rischio, ancorato ai rendimenti obbligazionari BCE tripla A, e un premio per il rischio, collegato alla minima aleatorietà di un'azienda che svolge un servizio parapubblico, in forza di accordo con enti territoriali, nel campo dell'assistenza agli anziani.

Il tasso di attualizzazione i ritiene di quantificarlo in un 3,5%, così composto:

tasso di rendimento puro (r) 2,5%

premio per il rischio (s) 1%

Assodato che l'attività d'impresa è pressoché a rischio minimo, se non nullo, in un'ottica cautelativa l'esperto, al tasso-base (risk-free), ricomprende elementi di rischiosità latente, per quanto meramente eventuali, che quantizza in un 2,5%, e così, complessivamente, stima il tasso di sconto del sovrareddito i' in un 5%, che, però, circoscrive ad un periodo di attualizzazione di soli tre anni, anche perché la valutazione ha tenuto esclusivamente conto dei risultati storici, di cui, poi, ne ha

esclusi tre, concentrandosi, infine, su un solo anno, per quanto rappresentativo di un reddito-standard.

AVVIAMENTO	$A = (R - Ki) a_{\overline{n} i}$	
$A = (4.948 - 599.539,98 \cdot 0,035) a_{\overline{3} 0,05} = -16.036 \frac{(1 + 0,05)^3 - 1}{0,05 (1 + 0,05)^3} = -43.670$		
VALORE DELL'AZIENDA	$V = K + A$	$599.539,98 - 43.670 = 555.869,98$

Dal calcolo effettuato, emerge un avviamento negativo, non marcato, per il quale il valutatore ritiene comunque opportuno mantenere $i' > i$, a causa di una aleatorietà legata a molteplici situazioni, teoricamente non azzerabili, che non assume grande rilevanza. Pare ingiustificabile un avviamento negativo, per il regime contrattuale, che, in situazioni di normalità, dovrebbe assicurare, all'azienda, una redditività periodica, ma che, nella fattispecie, riflette una gestione decisamente migliorabile, specie sul piano finanziario. Aldilà delle contingenze numeriche, in una lettura valutativa più estesa, non si profila, per il tipo di azienda e di gestione, alcun valore di avviamento, per il quale si è scelto un metodo mirato proprio alla sua valorizzazione specifica. In verità, il valutatore è, di fatto, obbligato ad applicare il procedimento misto con stima autonoma dell'avviamento, perché il solo metodo reddituale non valuterebbe correttamente il capitale economico, limitandolo ad una dinamica profittuale che è intrisa pure dagli esiti di una gestione finanziaria, che non è accessoria. Ma nemmeno il metodo finanziario riesce ad ovviarvi, aldilà dell'influenza degli interessi passivi, per le criticità nella gestione della liquidità, soprattutto per la tempistica di pagamento, da parte di Asl e Comuni, talmente dilatata nel tempo da non consentire di fondare l'espressione del valore di capitale economico sulla generazione di flussi di cassa attesi. Non considerabili, paiono, infine, al riguardo, moltiplicatori e metodi diretti in genere.

Metodo

Economic Value Added (*EVA*)

Accanto ai metodi classici (finanziari, reddituali, patrimoniali e misti), si sono sviluppati, fin dall'inizio degli anni '90, alcuni **metodi innovativi** (metodo dell'economic value added (EVA), metodo delle opzioni reali, metodo del risultato economico integrato, ecc..) che, con l'affermazione della «**teoria di creazione e diffusione del valore**» (indicatori di performance aziendale in grado di segnalare se l'impresa accresce o meno il valore economico del suo capitale) sono tornati ad avere un rinnovato interesse.

Tra questi, particolare diffusione l'ha avuta l'**economic value added (EVA)** o **valore economico aggiunto** (metodo anglosassone, nato negli USA all'inizio degli anni '90, non come metodo di valutazione ma come *indicatore di performance*), che misura l'«**extra profitto normalizzato**» che un investimento è in grado di generare (rispetto a quello ritenuto congruo), **annualmente**, dopo che siano stati remunerati tutti i fattori produttivi e sia stata attribuita la congrua remunerazione al capitale investito nell'attività, vale a dire, verifica se l'**azienda ha o meno creato valore aggiunto nell'esercizio**.

Il **profitto invece di** essere determinato come **differenza** tra il **reddito netto** realizzato dall'investimento e la **congrua remunerazione del capitale proprio** impiegato (approccio «*equity*» o «*levered*» tipico della nostra tradizione aziendale), viene **calcolato per differenza** tra il **reddito operativo** (contabile normalizzato) **netto** (al netto d'imposta) generato dall'investimento e la **congrua remunerazione del capitale investito** stesso, secondo un approccio di tipo «*entity*» o «*unlevered*».

L'approccio *entity* si fonda sulla concezione di **azienda** come *entità economica* che svolge una attività produttiva il cui obiettivo è quello di realizzare un **reddito «operativo»** (profitto) da destinare alla remunerazione dei capitali acquisiti a titolo di credito o a titolo di capitale di rischio. Ciò che interessa conoscere è il **flusso (economico o finanziario)** della gestione operativa, al lordo della remunerazione dei capitali investiti nell'attività, e il ***firm value***, vale a dire, il valore economico delle attività investite (valore di mercato dell'azienda). Il **valore economico del capitale proprio** investito nell'attività è dato dalla **differenza** tra il valore economico delle attività (***firm value***) ed il valore economico delle **passività finanziarie**.

L'EVA, in sostanza, misura la **creazione del valore di periodo**, determinato dalla **differenza** tra il **reddito operativo netto contabile normalizzato** e il **costo del capitale investito** (sia proprio che preso in prestito). [L'EVA è un **metodo misto** riformulato secondo la **moderna finanza aziendale**].

Più precisamente, è una misura di *performance*, quando è applicato ai **dati storici**, mentre diventa un procedimento di *valutazione* quando si riferisce a **dati prospettici**. Ci si pone, dunque, dal punto di vista dell'**azienda** considerata come *entità a se stante*, distinta dai soggetti investitori (finanziatori e azionisti). E', pertanto, un approccio *asset side*.

- Il **capitale investito «normalizzato»**, espresso a **valori correnti**, rappresenta il capitale effettivamente investito nella gestione operativa a prescindere dalle politiche di bilancio.

Partendo dal valore del **capitale investito** (quale **somma del capitale circolante netto** e delle **immobilizzazioni nette**), il **capitale investito normalizzato** è il risultato delle seguenti **rettifiche** (che hanno lo scopo prioritario di *neutralizzare* l'effetto del *principio di competenza*):

- al **capitale investito** vanno **sommate**:
 - le quote di ammortamento dell'**avviamento** stanziato nei vari esercizi;
 - le quote di ammortamento delle **immobilizzazioni immateriali** stanziato nei vari esercizi;
 - vanno sommati i **fondi svalutazione crediti**;
 - va sommato il **TFR**;
 - va sommato il **valore attuale dei beni in leasing**;
 - ecc..

- Il **reddito operativo «normalizzato»** al **netto d'imposta**, si ottiene partendo dal **reddito operativo al netto** delle **imposte** effettivamente pagate e ripercorrendo le **rettifiche** che hanno caratterizzato il *capitale investito normalizzato*, è quindi, il risultato delle seguenti variazioni:

- **plusvalenze** derivanti dall'**eliminazione** nel calcolo del **reddito operativo**:
 - della quota di **avviamento** imputata a conto economico durante l'esercizio;
 - delle quote di ammortamento delle **immobilizzazioni immateriali**;
 - delle quote di accantonamento al **fondo svalutazione crediti**;
 - della **quota annuale** del **TFR**;
 - degli **interessi passivi** su operazioni di **leasing**;
 - ecc..

$$\text{EVA} = \text{Nopat} - \text{Wacc CI}$$

« ENTITY » o « UNLEVERED »

ovvero

$$\text{EVA} = \left(\frac{\text{Nopat}}{\text{CI}} - \frac{\text{Wacc CI}}{\text{CI}} \right) \text{CI}$$

ovvero

$$\frac{\text{Nopat}}{\text{CI}} = r$$

$$\text{EVA} = (r - \text{Wacc}) \text{CI}$$

- > 0 l'azienda ha **creato** valore
- = 0 l'azienda non ha **né creato**
né distrutto valore
- < 0 l'azienda ha **distrutto** valore

Nopat (*Net Operating Profit After Taxes*) = è il **reddito operativo netto** (non coincide con quello contabile ma si ottiene dopo aver apportato ad esso *rettifiche/integrazioni*);

r = è il **rendimento operativo** dell'investimento, dato dal rapporto *Nopat / CI*;

Wacc = è il **costo medio ponderato** (*Weighted Average Cost of Capital*) delle fonti di finanziamento dell'investimento (capitali investiti, sia propri che presi in prestito);

CI = è il **capitale investito** nell'attività (non coincide con quello contabile ma si ottiene dopo aver apportato ad esso *rettifiche/integrazioni*)

EVA: definizione

E' la misura in termini assoluti del surplus di valore creato dall'impresa in rapporto agli investimenti in essere

$$EVA = NOPAT - (\text{costo del capitale} \times \text{capitale investito})$$

si basa sulla differenza tra rendimento e costo del capitale investito nell'azienda, ovvero misura il reddito generato in eccesso rispetto al costo sostenuto per la remunerazione del capitale investito

$$EVA = (r - WACC) * Ci$$

EVA: metodo

Dalla formula precedente si può evincere agevolmente che l'EVA, in relazione all'impresa a cui si riferisce, rappresenti:

un parametro di valutazione della convenienza economica di un singolo esercizio o di uno specifico affare.

pare quindi evidente, che per considerare correttamente tutte le componenti reddituali e patrimoniali, si debbano stimare analiticamente il **CAPITALE INVESTITO NETTO** ed il **REDDITO OPERATIVO**, al fine di determinarne gli effettivi valori di investimento e monetari.

Servono pertanto delle **RETTIFICHE** che ne riallineino i valori a quelli correnti.

4

EVA: metodo (I)

Le rettifiche del Capitale Investito (AC e AF):

- Riserve LIFO, al fine di adeguarne i valori storici (f.v.) (+);
- Sommatoria delle quote di ammortamento sull'avviamento, al fine di ripristinarne l'effettivo valore di investimento (+);
- Fondi per spese future, assimilabili a riserve di utile (+);
- Fondi per rischi generici, assimilabili a riserve di utile (+);
- Fondi per imposte differite, assimilabili a riserve di utile (+);
- Componenti straordinarie di reddito (+/-);
- Fondo TFR, la cui permanenza tra le fonti finanziarie è assimilabile ad una riserva di capitali / capitale permanente (+).

EVA: metodo (II)

Le rettifiche del Reddito Operativo (al netto degli oneri fiscali che ne generano):

- Plusvalenze relative ai valori di magazzino, che non erano stati contabilizzati a valori correnti (+);
- Interessi passivi (+);
- Spese ad utilità pluriennale, ma spese in un solo esercizio in quanto componenti economici che favoriscono la redditività nel lungo termine (+);
- Accantonamenti vari, non legati alla copertura di rischi specifici (+);
- Quota di ammortamento dell'avviamento imputata all'esercizio (+);
- Quota annuale di TFR, al netto dell'utilizzo (+).

6

EVA: metodo di valutazione d'azienda

Il metodo Eva è anche e soprattutto una metodologia, di stampo anglosassone per la Valutazione delle Imprese, la cui impostazione teorica non si allontana molto dal metodo misto (patrimoniale – reddituale), dal quale si discosta solamente per una diversa concezione di reddito e di costo del capitale investito.

Secondo tale modello, la capacità di creare valore da parte dell'azienda, è legato al differenziale tra il saggio di redditività ed il costo delle risorse impiegate per il suo conseguimento.

perciò:

Il valore dell'impresa, è dato dall'attualizzazione del flusso dei valori da essa creati (redditi/cash flow) sommato al valore iniziale del capitale investito.

EVA: metodo di valutazione d'azienda (I)

In termini più analitici quindi,

il valore di una impresa è dato dalla somma tra:

- VALORE DEL CAPITALE INVESTITO, ed il
- FLUSSO ATTUALIZZATO DEGLI EXTRAPROFITTI che l'azienda è in grado di produrre.

perciò:

gli elementi alla base delle valutazioni di una azienda sono:

- il Capitale Investito, a valori correnti;
- il Valore Attuale dell'EVA atteso;
- il Valore Attuale atteso degli investimenti futuri netti (Net Profit Value)

8

EVA: focus sul metodo di valutazione d'aziende (I)

a questo punto si aprono due questioni, molto rilevanti:

- 1) per quale orizzonte temporale bisogna estendere le previsioni reddituali ai fini del calcolo del valore di una impresa?
- 2) che tasso di attualizzazione bisogna utilizzare?

La prima delle domande trova risposta nella teoria del **Competitive Advantage Period**, secondo cui:

per attualizzare i flussi attesi di reddito bisogna considerare l'arco temporale in cui si prevede che l'azienda riesca a realizzare dei rendimenti superiori al proprio costo del capitale.

ovvero

quell'arco temporale in cui l'azienda trae vantaggi competitivi verso i proprio concorrenti che si ripercuotono in maggiori rendimenti.

EVA: focus sul metodo di valutazione d'azienda (II)

La seconda domanda trova invece risposta nel **WACC**
Weighted Average Cost of Capital, il quale rappresenta:

la soglia minima accettabile del rendimento atteso dell'investimento in una impresa,
ovvero
la redditività minima che si deve perseguire per soddisfare gli investimenti stessi.

$$WACC = i_c * \frac{E}{E + D} + i_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

Legenda: { i_c = costo del capitale proprio
 i_d = costo del capitale di prestito al netto dell'incidenza fiscale
 E = valore di mercato del capitale proprio/Equity
 D = valore di mercato del capitale di prestito gravato di interessi
 $D+E$ = valore di mercato complessivo dell'impresa
 t = aliquota fiscale effettiva dell'azienda

10

EVA: focus sul metodo di valutazione d'azienda (III)

Il **WACC**, quindi, è la media ponderata del costo delle diverse fonti di finanziamento.

essendo poi: $i_c = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$

Legenda: { r_f = risk free rate, ossia il rendimento di un'attività priva di rischio (es. BOT)
 r_m = rendimento medio del mercato
 β_i = il rischio specifico della i-esima impresa

il **WACC** è in ultima istanza:

l'onere corrente sopportato dall'azienda quando si finanzia con capitali di origine esterna (proprietà e finanziatori).

NB:

solitamente $i_c > i_d$, perché:

- il costo del debito è fiscalmente deducibile;
- il costo dei mezzi propri deve tener conto della remunerazione del rischio imprenditoriale

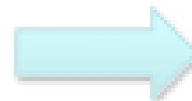
11

EVA: conclusioni

Come visto, il metodo dell'EVA, confronta, in relazione al periodo:

- il Rendimento Previsto dell'impresa o di uno specifico affare;
con
- il Costo delle risorse finanziarie acquisite.

se Rendimento > Costo



l'impresa crea VALORE

quindi:

sommando tutti gli **EVA** realizzati nell'arco temporale considerato,

si ottiene:

il MARKET VALUE ADDED (MVA) dell'IMPRESA

da cui poter desumere **l'Enterprise Value:**

EV = MARKET VALUE ADDED + V.A. del CAPITALE INVESTITO NETTO

ESERCIZIO

Stato patrimoniale anno 2010

ATTIVO	
Terreni	100.000
Fabbricati	400.000
Altre attività immobilizzate	85.000
Attivo fisso	585.000
Magazzino	35.000
Crediti verso clienti	155.000
Altre attività correnti	55.000
Cassa	10.000
Attivo Circolante	255.000
TOTALE ATTIVO	840.000

PASSIVO

Capitale sociale	150.000
Utili portati a nuovo	170.000
Utile d'esercizio	90.000
Patrimonio netto	410.000
Debiti finanziari a medio/lungo term.	230.000
Passività consolidate	230.000
Debiti finanziari a breve termine	60.000
Debiti verso fornitori	110.000
Ratei e Risconti	30.000
Passività correnti	200.000
TOTALE PASSIVO	840.000

Conto Economico anno 2010

Ricavi	900.000
Variazione magazzino prodotti finiti	0
Acquisti materie prime	- 500.000
Variazione magazzino materie prime	0
Spese amministrative e commerciali	- 190.000
Ammortamenti	- 15.000
Altre spese	- 25.000
Risultato operativo	170.000
Oneri finanziari	- 21.000
Proventi finanziari	1.000
Risultato ante imposte	150.000
Imposte (40%)	- 60.000
Utile netto	90.000

Il primo passaggio è la determinazione del NOPAT:

Ricavi	900.000
Variazione magazzino prodotti finiti	0
Acquisti materie prime	-
	500.000
Variazione magazzino materie prime	0
Spese amministrative e commerciali	-
	190.000
Ammortamenti	-
	15.000
Altre spese	-
	25.000
Risultato operativo	170.000
Imposte	-
	60.000
NOPAT	110.000

IL NOPAT può essere calcolato anche:

Utile netto	90.000
Oneri finanziari	21.000
Proventi finanziari	- 1.000
NOPAT	110.000

Il secondo passaggio è la determinazione del capitale investito che è pari al totale del passivo al quale devono essere sottratti le passività di tipo non finanziario:

Totale passivo	840.000
Debiti verso fornitori	-
	110.000
Ratei e risconti	-
	30.000
Capitale investito	700.000

Terzo passaggio è la determinazione del costo medio del capitale **WACC**:

formula: **WACC = K * [E / (D + E)] + Y * [D / (D + E)]**

dove:

K= *costo del capitale proprio* (ipotizzato al 5%)

E= *patrimonio netto* = 410.000

D= *debiti finanziari* = debiti fin. a lungo + debiti finanziari a breve = 290.000

Y= *oneri finanziari/debiti finanziari* = 21.000/290.000 = 7,24%

WACC = 5% * [410.000/(290.000 +410.000)] + 7,24%* [290.000/(290.000 +410.000)]

= 5% * [0,5857] + 7,24* [0,4142]

= 0,0292 + 0,0299 = 0,0591 = **5,91%**

A questo punto abbiamo tutti i dati per la determinazione dell'EVA che come visto è dato da:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{CI} * \text{WACC})$$

Quindi:

$$\text{EVA} = 110.000 - (700.000 * 5,91\%) = 110.000 - 41.370 = \mathbf{68.630}$$

La società in analisi ha creato un EVA di 68.630 euro quindi ha generato un valore economico.

Metodi di valutazione **diretti**

I Multipli

Si definiscono **diretti** quei **metodi** (**empirici** e **di mercato**) che permettono di arrivare all'individuazione del valore dell'azienda attraverso la rilevazione di prezzi desunti da **quotazioni di mercato** o da negoziazioni effettivamente portate a termine per **imprese simili** (**dimostrabilità del valore**) .

Il procedimento passa attraverso la **conversione** dei **prezzi** fatti dal mercato in **coefficienti** o ***multipli*** ottenuti rapportando tali prezzi a tipiche grandezze (di bilancio), reddituali, finanziarie o anche patrimoniali, delle imprese cui si riferiscono, delle quali, esprimono risultati, dimensioni dell'attività produttiva o variabili strutturali.

Il procedimento si conclude con l'applicare il multiplo alla medesima corrispondente grandezza dell'impresa da valutare, ottenendo così il valore di quest'ultima attraverso una semplice **moltiplicazione**.

Tali indicatori (multipli) vengono successivamente **paragonati** con quelli calcolati per aziende quotate il più possibile simili a quella da valutare.

Alcuni **limiti**:

- assenza di titoli quotati sul mercato;
- spesso le negoziazioni di borsa riguardano modeste e limitate partite di titoli;
- le quotazioni di borsa spesso non esprimono una corretta valutazione del titolo;
- difficoltà di applicazione nelle imprese in fase di start up.

I *multipli* utilizzati possono essere **differenti** distinguendosi sia per il valore posto al **numeratore** (il **prezzo**) sia per quello considerato al **denominatore** (**risultati economici, fatturato, patrimonio netto** e così via).

Moltiplicatori ***Equity side*** ➡ in questi moltiplicatori il numeratore è il **prezzo di borsa delle azioni**, o la **capitalizzazione di borsa**, vale a dire, il **valore corrente del capitale**.

Moltiplicatori ***Asset side*** ➡ in questo caso al numeratore si trova l'**investimento dell'attivo lordo**, di solito inteso come somma tra la capitalizzazione di borsa e la posizione finanziaria netta. Tale valore viene definito **EV** (*Enterprise Value*).

Al denominatore si trovano sia misure di **performance** (es. **E-Earning** (**utili netti**)) che altre **quantità** (es. **BV–Book Value** (**Patrimonio netto**)). Gli indicatori di performance (es. utili netti, margini operativi) vanno assunti:



per i moltiplicatori ***equity side*** dopo gli oneri finanziari, interessi passivi (*levered*)

per i moltiplicatori ***asset side*** prima degli oneri finanziari, interessi passivi (*unlevered*)

PROSPETTO DEI MULTIPLI PIÙ DIFFUSI				
MULTIPLICATORE			FORMULA	SIGNIFICATO
ASSET SIDE	$\frac{EV}{EBIT}$	$\frac{ENTERPRISE\ VALUE}{EARNING\ BEFORE\ INTERESTS\ AND\ TAXES}$	<u>quotazione borsistica+debiti</u> utile ante: - interessi - componenti straordinari - imposte e tasse	risultato operativo caratteristico
	$\frac{EV}{EBITDA}$	$\frac{ENTERPRISE\ VALUE}{EARNING\ BEFORE\ INTERESTS,\ TAXES,\ DEPRECIATIONS\ AND\ AMORTIZATIONS}$	<u>quotazione borsistica+debiti</u> utile ante: - interessi - componenti straordinari - imposte e tasse - ammortamenti - svalutazioni	marginale operativo lordo
	$\frac{EV}{S}$	$\frac{ENTERPRISE\ VALUE}{SALES}$	<u>quotazione borsistica+debiti</u> fatturato	risultato delle vendite
EQUITY SIDE	$\frac{P}{E}$	$\frac{PRICE}{EARNING}$	<u>prezzo dell'azione</u> utile per azione	rendimento economico
	$\frac{P}{BV}$	$\frac{PRICE}{BOOK\ VALUE}$	<u>prezzo dell'azione</u> patrimonio netto contabile per azione	rendimento del capitale
	$\frac{P}{CF}$	$\frac{PRICE}{CASH\ FLOW}$	<u>prezzo dell'azione</u> flussi di cassa per azione	risultato finanziario

I principali multipli di capitale o
Equity Side

(Price/Earning ratio) – si ottiene rapportando al **numeratore** (rappresentato dal valore di mercato del capitale aziendale, cioè, del **patrimonio netto** (*equity value*)) la **capitalizzazione di borsa** o il **prezzo del singolo titolo azionario** e al **denominatore** l'**utile netto** espresso in **valore assoluto** o in **valore per azione**.

Il **valore dell'impresa** oggetto di valutazione si ricava **moltiplicando** l'**utile** da essa realizzato per il **multiplo desunto dal mercato** (tenendo conto del numero delle azioni).

- 1) E' il **più noto** dei moltiplicatori *equity side*. La sua diffusione è tale, per le società quotate, da venir pubblicato giornalmente e rilevato costantemente per i vari settori;
- 2) Esistono varie **configurazioni** del multiplo:
 - Multiplo **current** quando la grandezza posta al denominatore è tratta dall'ultimo bilancio;
 - $P/E \text{ storico} = P^{\circ} / E^{\circ}$ (multiplo **trailing**, quando la grandezza è una media dei risultati dell'ultimo periodo (in genere i 12 mesi precedenti));
 - $P/E \text{ atteso} = P^{\circ} / E_1$ (multiplo **leading**, quando la grandezza si calcola facendo la media dei risultati dell'esercizio in corso con quelli attesi per i prossimi 2/3 esercizi);
 - $P/E \text{ previsto} = P^{\circ} / E_n$ (multiplo **forward**, quando si tratta di multipli futuri attesi);
- 3) Esprime il numero di **anni** per ripagare un investimento;
- 4) Rapporti **bassi** indicano **sottovalutazione**, **alti** invece **sopravvalutazione** dell'azione;
- 5) **Non esiste un valore ottimale**, dipende dal settore;
- 6) Esistono **differenze** rilevanti tra i P/E dei vari settori.

Esempio applicativo del **P/E** (multiplo equity side)

$$(P/E)_t = (P/E)_s$$

$(P/E)_t$ esprime il moltiplicatore dell'azienda che vogliamo valutare

$(P/E)_s$ esprime il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili

ne segue che $\longrightarrow$
$$P_t = (P/E)_s \cdot E_t$$

P_t valore di una (prezzo unitario) azione dell'azienda da valutare

E_t utile azienda da valutare: 15

P_s prezzo di mercato imprese del campione: 160

E_s utile delle imprese del campione: 8

si avrà:

$$P_t = (160/8) \cdot 15 \quad P_t = 300$$

Per calcolare il valore dell'azienda da valutare si deve moltiplicare P_t per il numero delle azioni dell'azienda da valutare.



al **numeratore** (rappresentato dal valore di mercato del capitale aziendale, cioè, del **patrimonio netto** (*equity value*)) può assumere la **capitalizzazione di borsa** o il **prezzo del singolo titolo azionario** e al **denominatore** il **patrimonio netto contabile** (*Book Value*) espresso in **valore assoluto** o in **valore per azione**.

- 1) E' molto diffuso in **paesi** che **non hanno** alle spalle periodi di **forte inflazione**;
- 2) Molto usato per **settori finanziario, bancario e assicurativo**. Meno per aziende industriali.
- 3) Il rapporto è inficiato dalla **eterogeneità** dei **valori contabili** formati in tempi diversi
- 4) Difficoltà connesse alle diverse **politiche di bilancio** (es. accantonamenti prudenziali)
- 5) Nella scelta del campione è preferibile tener conto anche del **ROE** in considerazione della relazione:

$$P/BV = ROE * P/E$$

- 6) Indica quanto il mercato è disposto a pagare oltre il valore del Patrimonio Netto.

$P/BV > 1$ si ha un **goodwill**, implicito nel moltiplicatore, rappresentato dal sovrapprezzo che il mercato fa pagare a chi acquista azioni;

$P/BV < 1$ indica **sottocapitalizzazione**, il complesso aziendale non crea, ma distrugge valore.

$$\frac{P}{CF}$$

al **numeratore** (rappresentato dal valore di mercato del capitale aziendale, cioè, del **patrimonio netto** (*equity value*)) può assumere la **capitalizzazione di borsa** o il **prezzo del singolo titolo azionario** e al **denominatore** il **Cash Flow (CF)** (calcolato sommando utili, ammortamenti e altri accantonamenti, ma trascurando le variazioni negli investimenti fissi e nel capitale circolante) **espresso in valore assoluto o in valore per azione.**

$$\frac{P}{S}$$

al **numeratore** (rappresentato dal valore di mercato del capitale aziendale, cioè, del **patrimonio netto** (*equity value*)) può assumere la **capitalizzazione di borsa** o il **prezzo del singolo titolo azionario** e al **denominatore** le **vendite** (*Sales*) **esprese in valore assoluto o in valore per azione.**

I principali multipli dell'attivo o

Asset Side

I multipli **Asset side** si costruiscono con il valore di mercato del capitale investito operativo (*Enterprise Value (EV)*) che si può anche definire come **somma del valore di mercato del capitale netto e della posizione finanziaria netta**.

$$\frac{EV}{EBIT}$$

al **numeratore** il **valore di mercato del capitale investito operativo** o **valore dell'attivo lordo** (*Enterprise Value*) ed al **denominatore** il **reddito operativo** in valore assoluto (*Earnings Before Interests and Taxes*). Esprime il valore del risultato operativo caratteristico dell'impresa (**ROC**).

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

al **numeratore** il **valore di mercato del capitale investito operativo** o **valore dell'attivo lordo** (*Enterprise Value*) ed al **denominatore** il **reddito operativo** in valore assoluto **incrementato degli ammortamenti ed accantonamenti** (Margine Operativo Lordo (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*)). Esprime il margine operativo lordo dell'impresa (**MOL**).

$$\frac{EV}{CF}$$

al **numeratore** il **valore di mercato** del **capitale investito operativo** o valore dell'attivo lordo (*Enterprise Value*) ed al **denominatore** il **Cash Flow (CF)** espresso in **valore assoluto**.

$$\frac{EV}{S}$$

al **numeratore** il **valore di mercato** del **capitale investito operativo** o valore dell'attivo lordo (*Enterprise Value*) ed al **denominatore** le vendite (*Sales*) espresse in **valore assoluto**.

Esempio applicativo dei multipli *asset side*

Valutazione del valore dell'impresa Alfa che presenta i seguenti valori:

- *Sales* = 12.000
- *EBITDA* = 1.900
- *EBIT* = 1.600
- *Posizione finanziaria netta (PFN)* = 4.000

I multipli di mercato *asset side* per aziende del campione sono

- $(EV/S) = 1,5$
- $(EV/EBITDA) = 9,0$
- $(EV/EBIT) = 12,0$

Calcolare il **valore economico medio** dell'impresa Alfa considerando che:

$$W = EV - PFN$$

$$\frac{EV}{S}$$

$$EV_{Alfa} = S_{Alfa} \cdot (EV/S) = 12.000 \cdot 1,5 = 18.000$$

$$W_{Alfa} = EV_{Alfa} - PFN = 18.000 - 4.000 = \mathbf{14.000}$$

$$\frac{EV}{EBITDA}$$

$$EV_{Alfa} = EBITDA_{Alfa} \cdot (EV / EBITDA) = 1.900 \cdot 9,0 = 17.100$$

$$W_{Alfa} = EV_{Alfa} - PFN = 17.100 - 4.000 = \mathbf{13.100}$$

$$\frac{EV}{EBIT}$$

$$EV_{Alfa} = EBIT_{Alfa} \cdot (EV / EBIT) = 1.600 \cdot 12,0 = 19.200$$

$$W_{Alfa} = EV_{Alfa} - PFN = 19.200 - 4.000 = \mathbf{15.200}$$

Media dei valori economici
14.100

La società Gamma S.p.A. al 31 dicembre 2022 presenta il seguente prospetto di
Stato Patrimoniale

Attivo		Passivo	
Immobili	8.000		
Banche attive	1.500	Banche Passive	3.000
Rimanenze	500		
Crediti commerciali	800	Debiti commerciali	2.800
		Capitale sociale	4.000
		Riserve	500
		utile	500
Totale Attivo	10.800	Totale Passivo	10.800

- 1) Determinare EV assumendo la capitalizzazione di borsa pari a € 10.000;
- 2) Determinare EV/EBIT assumendo che Gamma abbia sostenuto interessi per 10 e tasse per 90;
- 3) Determinare MV/Earnings;
- 4) Determinare MV/BV.

1) Determinazione di **EV**

$$W = EV - PFN$$



$$EV = W + PFN$$

- La capitalizzazione di borsa si assume pari ad € 10.000 per cui **W = 10.000**;
- La posizione finanziaria netta (PFN) della società è pari alla somma algebrica tra passività e attività finanziarie, ossia **PFN = 1.500**



$$\mathbf{EV = 11.500}$$

2) Determinazione di **EV/EBIT**

- Dalla situazione patrimoniale, l'utile di esercizio risulta pari ad € 500;
- Per definizione l'EBIT è l'utile di esercizio al lordo di interessi ed imposte. Considerando le imposte e gli interessi l'EBIT = 500 + 90 + 10 = 600



$$\mathbf{EV/EBIT = 11.500/600 = 19,17}$$

3) Determinazione di **MV/E**

- La capitalizzazione di borsa è pari a € 10.000 per cui $P = 10.000$ $MV = \text{MARKET VALUE}$;
- Dal bilancio $E = 500$



$$\mathbf{MV/Earnings = 10.000/500 = 20}$$

4) Determinazione di **MV/BV**

- La capitalizzazione di borsa è pari a € 10.000 per cui $P = 10.000$;
- Il patrimonio netto contabile (o Book Value) dal bilancio è pari alla somma di Cap.Sociale (4.000), Riserve (500) e utile (500), per cui $BV = 5.000$



$$\mathbf{MV/BV = 10.000/5.000 = 2}$$

Nell'analisi che segue verrà determinato il **valore teorico** attribuibile al capitale azionario (**equity value**) di **Pirelli** partendo dai valori di mercato espressi dai sui principali competitors.

Valutazione di una società quotata attraverso i multipli di mercato: **Pirelli S.p.A.**

Sulla base delle caratteristiche della società oggetto di valutazione, si determina un campione di società comparabili quotate:

Società	Paese	Market cap
MICHELIN	Francia	11.762
CONTINENTAL AG	Germania	14.876
NOKIAN	Finlandia	4.001
CHENG SHIN RUBBER	Taiwan	5.524
SUMITOMO RUBBER	Giappone	2.228
GOODYEAR TIRE	USA	2.236
YOKOHAMA	Giappone	1.761
BRIDGESTONE CORP	Giappone	14.322
COOPER TIRE & RUBBER	USA	1.187
NEXEN TIRE CORP.	Corea del Sud	1.061
APOLLO TYRES LTD	India	588
MRF LTD	India	619
GAJAH TUNGGAL TBK PT	Indonesia	658

Per ciascuna società inserita nel campione, vengono calcolati i multipli ritenuti interessanti ai fini della valutazione.

Calcolo dei multipli del campione: **Michelin**

P

↓

Michelin	
Prezzo di mercato	64,6
Numero di azioni (mln)	182,1
Capitalizzazione di mercato	11.761,8

E.V.

↓

Michelin	
Prezzo di mercato	64,6
Numero di azioni (mln)	182,1
Capitalizzazione di mercato	11.761,8

Attese analisti	2012 E	2013 E
Posizione finanziaria netta (mln/€)	1.654,0	1.518,0

↓

Enterprise Value	2012 E	2013 E
Capitalizzazione di mercato (mln/€)	11.761,8	11.761,8
Posizione finanziaria netta (mln/€)	1.654,0	1.518,0
Enterprise value (mln/€)	13.415,8	13.279,8

Michelin	
Prezzo di mercato	64,6
Numero di azioni (mln)	182,1
Capitalizzazione di mercato	11.761,8

Enterprise Value	2012 E	2013 E
Capitalizzazione di mercato (mln/€)	11.761,8	11.761,8
Posizione finanziaria netta (mln/€)	1.654,0	1.518,0
Enterprise value (mln/€)	13.415,8	13.279,8



Attese analisti	2012 E	2013 E
Utile	1.670,0	1.692,0
Ebitda	3.496,0	3.689,0

Michelin			
P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
7,0	7,0	3,8	3,6

Calcolo dei multipli – campione allargato

Società	Paese	Market cap	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
MICHELIN	Francia	11.762	7,0	7,0	3,8	3,6
CONTINENTAL AG	Germania	14.876	7,3	6,9	4,6	4,3
NOKIAN	Finlandia	4.001	11,7	10,5	8,8	7,8
CHENG SHIN RUBBER	Taiwan	5.524	13,5	12,1	8,2	7,3
SUMITOMO RUBBER	Giappone	2.228	6,4	5,9	4,8	4,5
GOODYEAR TIRE	USA	2.236	6,9	5,0	4,4	3,8
YOKOHAMA	Giappone	1.781	5,7	5,4	4,2	3,9
BRIDGESTONE CORP	Giappone	14.322	7,9	7,1	4,1	3,7
COOPER TIRE & RUBBER	USA	1.187	7,7	7,5	3,6	3,4
NEXEN TIRE CORP.	Corea del Sud	1.061	10,5	8,9	7,4	6,0
APOLLO TYRES LTD	India	588	6,8	5,9	4,6	4,2
MRF LTD	India	619	7,9	7,1	5,7	5,2
GAJAH TUNGGAL TBK PT	Indonesia	658	7,8	6,9	5,9	5,2
Media			8,2	7,4	5,4	4,8
Mediana			7,7	7,0	4,6	4,3

Calcolo dei multipli – campione ristretto

Società	Paese	Market cap	P/E 2012	P/E 2013	EV/EBITDA 2012	EV/EBITDA 2013
MICHELIN	Francia	11.762	7,0	7,0	3,8	3,6
CONTINENTAL AG	Germania	14.876	7,3	6,9	4,6	4,3
NOKIAN	Finlandia	4.001	11,7	10,5	8,8	7,8
GOODYEAR TIRE	USA	2.238	6,9	5,0	4,4	3,8
YOKOHAMA	Giappone	1.781	5,7	5,4	4,2	3,9
BRIDGESTONE CORP	Giappone	14.322	7,9	7,1	4,1	3,7
Media			7,8	7,0	5,0	4,5
Mediana			7,2	6,9	4,3	3,9

Calcolo dei multipli – campione ristretto

Pirelli		
Attese analisti	2012 E	2013 E
Utile	446,0	519,0
Ebitda	1.088,5	1.245,5
PFN	1.207,5	1.107,0

Multiplo P/E:

P/E 2013	6,9
Utile atteso Pirelli	519,0
Equity Value	3.604,4
Numero azioni	475,7
Equity Value per azione	7,58

Multiplo EV/Ebitda:

EV/Ebitda 2013	3,9
Ebitda atteso Pirelli	1.245,5
E.V.	4.804,3
P.F.N. attesa Pirelli	1.107,0
Equity Value	3.697,3
Numero azioni	475,7
Equity Value per azione	7,77

Multiplo	P/E 2013	EV/Ebitda 2013
Equity value	3.604,4	3.697,3
Ponderazione	25,0%	75,0%
		
Equity Value	3.674,1	

Esercitazione

Supponiamo di dover valutare un'azienda commerciale che, alla data della valutazione, presenta i seguenti valori:

STATO PATRIMONIALE				CONTO ECONOMICO	
ATTIVITÀ		PASSIVITÀ			
Immobilizzazioni immateriali	141.246	Debiti gestionali	491.226	Fatturato	4.284.775
Immobilizzazioni materiali	361.459	Debiti finanziari	320.550	Costi per acquisti	2.111.463
Immobilizzazioni finanziarie	2.019	Altri debiti	181.664	Costi per servizi	246.947
Totale attivo immobilizzato	504.724	TFR	268.216	Costi per il personale	581.449
		Fondi per rischi e oneri	57.941	EBITDA (MOL)	1.344.916
Magazzino	796.712	Totale passività	1.319.597	Ammortamenti	97.933
Crediti	974.962	PATRIMONIO NETTO		Accantonamenti	72.442
Liquidità	1.014	Capitale sociale	150.000	Svalutazioni	25.011
Totale attivo circolante	1.772.688	Riserve	222.526	EBIT (ROC)	1.149.530
		Risultato d'eserc.	585.289	Proventi e oneri finanziari	- 25.644
Totale attività	2.277.412	Totale patrimonio netto	957.815	Proventi e oneri straordinari	- 302.069
				Oneri tributari	236.528
				Risultato netto	585.289

Il primo problema operativo è identificare delle aziende comparabili. Ci si indirizza al comparto di riferimento e si scelgono le comparables, ma ci si domanda se i valori individuati sono accettabili, perché si deve profilare un legame duraturo: se, ad esempio, il P/E non si rivela costante, ci si può rivolgere al dato economico opposto all'utile netto, ossia alle vendite (S), ma poi si ignorano i costi di gestione, nelle loro varie incidenze. Se, invece, si ritengono significativi gli ammortamenti, si cerca il risultato economico intermedio dopo gli ammortamenti (EBIT); se, al contrario, il lordo, si assume l'EBITDA a riferimento; se, infine, è rilevante l'onerosità finanziaria, si fa propria una marginalità dopo l'onere finanziario. La scelta opera, in definitiva, in funzione dell'importanza valutativa che rivestono i vari aggregati/saldi di bilancio.

L'individuazione del denominatore è, poi, strumentale alla prospettiva valutativa: alcuni moltiplicatori sono correlati all'attivo lordo; altri, invece, applicati

a certe poste, al patrimonio. Altra grossa distinzione è, infatti, a seconda della struttura dell'azienda, se si vuole determinare l'enterprise value oppure l'equity.

Ogni multiplo viene costruito sulla base delle risultanze delle società comparabili, nei valori di media, e, nel passaggio successivo, applicato alla fattispecie valutativa.

Se si presceglie il P/E, si individuano, dapprima, le comparables e si elaborano, successivamente, per ognuna, i relativi dati rilevanti (utile e quotazione borsistica sono disponibili sui siti finanziari), che si riepilogano nel seguente prospetto:

COMPARABLES	QUOTAZIONE DI BORSA PER AZIONE (P)	UTILE NETTO PER AZIONE (E)	PRICE/EARNING (P/E)
Società A	490,21	41,17	11,91
Società B	1.741,80	119,74	14,55
Società C	208,70	16,29	12,81
Società D	10.745,87	953,18	11,27
Società E	346,43	29,75	11,64
Società F	504,89	49,32	10,24
Società G	397,19	30,06	13,21
Media P/E			12,23
Utile dell'azienda			585.289,00
VALORE DELL'AZIENDA			7.158.084,47

Il confluire dell'indicatore verso un range di valori omogenei ha convinto il valutatore a limitarsi ad una media aritmetica dei valori, analogamente agli altri multipli estratti dallo stesso campione di aziende, che si evidenziano nello schema che si presenta:

COMPARABLES	EV/S	EV/EBITDA	EV/EBIT
Società A	1,92	8,67	9,82
Società B	2,26	10,22	10,79
Società C	1,93	8,49	10,16
Società D	0,94	8,16	9,63
Società E	1,87	9,24	9,87
Società F	1,15	8,81	9,99
Società G	2,39	9,95	12,64
Media	1,78	9,08	10,41

I moltiplicatori vengono, da ultimo, rapportati al valore delle rispettive grandezze economiche normalizzate, come si evince dalla tabella di sintesi finale:

VALORI DI SINTESI	FATTURATO	MOL	ROC
Valori normalizzati	4.284.775	1.344.916	1.149.530
Multiplo applicato	EV/S 1,78	EV/EBITDA 9,08	EV/EBIT 10,41
Valore lordo	7.626.899	12.211.837	11.966.607
Posizione finanziaria netta	319.536	319.536	319.536
VALORE DELL'AZIENDA	7.307.363	11.892.301	11.647.071

LE OPERAZIONI STRAORDINARIE

Per **operazioni straordinarie** si intendono quelle operazioni aventi **natura non ricorrente** che vanno ad **incidere sulla struttura** dell'impresa o **sulla modifica** della sua veste giuridica.

In particolare, sono quelle operazioni che prevedono **l'acquisizione di complessi aziendali o di partecipazioni, lo scorporo, l'aggregazione o l'incorporazione** di complessi aziendali o patrimoniali che, per effetto dell'operazione, vengono ceduti, scorporati, incorporati o aggregati.

In tutte le operazioni straordinarie sussiste l'interesse dei **soggetti interessati** a procedere ad una **stima del valore** da riconoscere al complesso aziendale, alla partecipazione ceduta o conferita, ai complessi patrimoniali che vengono fusi o scissi per poter trovare un **accordo sul prezzo di cessione**.

Oltre all'interesse dei soggetti coinvolti direttamente o indirettamente nell'operazione straordinaria, vi sono situazioni in cui la **legge prevede obblighi estimativi**, a tutela dei soggetti terzi, che non **possono essere derogati** in nessun modo, anche qualora sussista il consenso unanime di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione straordinaria.

Le **norme** che sanciscono l'**obbligatorietà** della redazione della **perizia di stima** sono:

- gli articoli 2343 e 2465 civ. - per quanto concerne i **conferimenti in natura effettuati verso società per azioni o a responsabilità limitata**;
- l'articolo 2500-*ter* civ. riguardante la **trasformazione** di società di persone in società di capitali;
- l'articolo 2501-*sexies* civ. per quanto riguarda le operazioni di **fusione, incorporazione o scissione**.

La **perizia di stima** deve essere redatta da un soggetto iscritto nel **registro dei revisori** o da una **società di revisione iscritta nell'apposito albo**, i quali, al fine di evitare **l'incompatibilità non devono avere avuto nessun altro incarico di consulenza conferito dalla stessa società.**

La *Trasformazione*

La **trasformazione** è una operazione straordinaria che consente alla società o ad un ente di mutare, mediante modifica dell'atto costitutivo, la **veste giuridica** della propria struttura organizzativa. Tale operazione **non comporta** l'**estinzione** della **società**. Ai sensi dell'**art. 2498 c.c.**, la società trasformata **conserva** i medesimi **diritti** e **obblighi** e prosegue in tutti i rapporti giuridici, anche processuali, della società che ha effettuato la trasformazione.

Il **principio di continuità** delle **posizioni giuridiche attive e passive** è l'elemento caratterizzante della trasformazione. La società si propone di cambiare le modalità di organizzazione e di gestione della propria attività, nella consapevolezza che ciò non interferisce sulla continuità dell'esercizio di impresa (almeno per la **trasformazione omogenea**).

In ultimo, si segnala che **non rientra** nell'ambito della **trasformazione in senso stretto** il caso in cui la **società di persone perda la pluralità dei soci**; viene meno il carattere **societario** e si **trasforma in imprenditore individuale**.

Per contro, la **Suprema corte** ha chiarito che la **trasformazione di un'impresa individuale in società** implica il **trasferimento delle situazioni soggettive attive e passive** inerenti all'esercizio dell'impresa ancora in atto al momento della trasformazione **dal titolare della ditta individuale** al nuovo centro di imputazione rappresentato dalla **società**, nei limiti previsti dagli artt. 2559 (crediti) e 2560 (debiti) c.c. (*Cass. Lav., 16 agosto 2004, n. 15934*).

Diverso è il caso invece di una trasformazione da parte di una **società unipersonale in impresa individuale**.

Secondo il **Consiglio nazionale del Notariato**, che ha esaminato la problematica nello **studio n. 545-2014**, prevedendo materialmente e **giuridicamente ammissibile** la **trasformazione** da **società con unico socio a ditta individuale**, non intaccando la stessa la fase di liquidazione, posto che il soggetto aziendale continua comunque ad operare nella sfera aziendale, sia pure sotto forma individuale e non più societaria. Nonostante la tesi di ammissibilità sostenuta dal Consiglio del Notariato, **contrarie** sono state le poche **sentenze giurisprudenziali** a riguardo, negando la possibilità di una società unipersonale di trasformarsi in impresa individuale (*Tribunale di Mantova 28 marzo 2006 – Tribunale di Piacenza 22 dicembre 2011*).

La **Corte di Cassazione**, con **sentenza n. 496 del 14 gennaio 2015**, è intervenuta ponendo fine alle divergenze tra dottrina e giurisprudenza e sancendo la **definitiva non ammissibilità della trasformazione da società unipersonale a impresa individuale**, dovendosi in tal caso darsi luogo a **scioglimento e liquidazione** della società trasformata ed assegnazione del patrimonio all'unico socio imprenditore. Nella citata sentenza si legge, infatti, che «*anche dopo la riforma del diritto societario, l'art. 2498 c.c. riserva la disciplina della trasformazione al passaggio da un ente ad un altro ente mentre il transito da società ad impresa individuale non integra una trasformazione in senso tecnico, ma un rapporto di successione tra soggetti distinti, distinguendosi persona fisica e persona giuridica per natura e non solo per forma*». A tal proposito è opportuno richiamare la successiva **sentenza del Tribunale di Padova del 5 novembre 2015** che, sempre in tema di ammissibilità o meno della trasformazione di un'impresa individuale in una società di capitali, si è discostata dall'opinione dominante qualificando tale operazione come un'ipotesi di «**trasformazione eterogenea atipica**». La pronuncia merita di essere segnalata perché rappresenta una opinione insolita nell'attuale panorama giurisprudenziale. Infatti, nei provvedimenti richiamati, tanto la **giurisprudenza di merito** quanto quella di **legittimità**, hanno **negato la fattibilità dell'operazione** precisando che non si tratterebbe di una trasformazione in senso proprio quanto, piuttosto, di un **conferimento d'azienda**.

Tale operazione ha quale *scopo primario* l'**adattamento** della **forma giuridica** all'**evoluzione** del **contesto economico** e delle **condizioni** di **svolgimento** dell'**attività d'impresa**, semplicemente attraverso una modifica dell'atto costitutivo e può essere di **due specie**:

- **trasformazione omogenea**: una società commerciale si trasforma in un altro tipo di società commerciale. Può inoltre essere **evolutiva** (**da società di persone a società di capitali**) o **involutiva** (**da società di capitali in società di persone**). La trasformazione da società di persone a società di capitali è la più diffusa, in quanto fisiologica rispetto all'evoluzione dell'azienda. Le motivazioni possono essere: limitare il rischio d'impresa al solo capitale conferito nella società; crescita dimensionale; possibilità di accesso a modalità di finanziamento precluse alle società di persone e riservate alle società di capitali (emissione di prestiti obbligazionari, strumenti finanziari partecipativi, quotazione in Borsa, ecc.);
- **trasformazione eterogenea**: sono coinvolti soggetti anche non **societari** (ad esempio, consorzi, associazioni o fondazioni) e si possono avere trasformazioni **in società di capitali** e **da società di capitali** a seconda della volontà dei soci di cambiare l'attività dell'azienda **da lucrativa a no profit** (o viceversa).



Limiti alla trasformazione (art. 2499 c.c.)

È possibile raggruppare i limiti alla trasformazione in **due categorie**, in relazione alla diversa fonte che origina il divieto:

- **legale**: ad esempio il divieto di trasformare Sicav (società di investimento a capitale variabile avente per oggetto esclusivo l'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni) in un organismo non soggetto al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58;
- **contrattuale**: l'autonomia privata può prevedere clausole statutarie che escludono la trasformazione o che la consentono solo verso determinati tipi di società o enti (in questo caso la trasformazione potrà avvenire solo previa modifica della clausola in oggetto).

Il Codice civile non prevede più espressamente il fallimento tra le **cause di scioglimento** della **società di capitali** (art. 2484 c.c.) anche se si precisa che la società si scioglie per le altre cause previste dalla legge. La **trasformazione**, cioè, è, a seguito della riforma del diritto societario, possibile anche **in presenza di procedura concorsuale** della società che si trasforma «salvo che non vi sia incompatibilità con le finalità e lo stato della stessa». Ne consegue, inoltre, che è possibile trasformare una società nella fase di **liquidazione volontaria**.

Diverso è, invece, il discorso per le **società di persone** per le quali è espressamente previsto il fallimento fra le cause di scioglimento della società (art.2308 per le S.n.c. e art.2323 per le S.a.s.).

Atto di trasformazione (art. 2500 c.c.)

Una novità introdotta dal D.Lgs. 6/2003 è data dal fatto che, ora, deve essere soggetto a pubblicità, non solo l'**atto di trasformazione**, ma anche la **cessazione dell'ente** che si è **trasformato**. La necessità del duplice adempimento pubblicitario si giustifica con la constatazione che alcune fattispecie di trasformazione eterogenea segnano il mutamento di regime di pubblicità cui è sottoposto l'ente.

L'atto di trasformazione **in società di capitali** (sia con riferimento alla trasformazione **omogenea**, che **eterogenea**) deve risultare da **atto pubblico** e contenere le indicazioni previste dalla legge per l'atto di costituzione del tipo di società risultante dopo la trasformazione.

Discorso diverso, invece, per la trasformazione **da società di capitali in società di persone** (**trasformazione regressiva**) per le quali l'art. 2500-*sexies* c.c., **non prevede** la forma dell'**atto pubblico**; il problema però non si pone in quanto la delibera di trasformazione deve essere presa nelle forme **dell'assemblea straordinaria** e quindi con l'intervento del **notaio** ai sensi dell'art. 2480 c.c. (la forma dell'**atto pubblico** andrà comunque adottata).

La trasformazione di una **società di persone**, ancorché **irregolare o di fatto**, **in società di capitali** richiede l'**atto pubblico *ad substantiam***; mentre la trasformazione **in altro tipo di società di persone** può essere stipulata anche per **scrittura privata autenticata**. (Massima Notai del Triveneto – settembre 2006).

Pubblicità per la trasformazione (art. 2500 c.c.)

L'art. 2500 comma 2 c.c., prevede che l'atto di trasformazione sia soggetto alla disciplina prevista per il tipo di **ente adottato** ed alle forme di pubblicità relative, nonché alla pubblicità richiesta per la **cessazione dell'ente** che effettua la trasformazione.

L'opportunità del **duplice** adempimento pubblicitario si giustifica con la constatazione che alcune fattispecie di **trasformazione eterogenea** segnano il mutamento di regime di pubblicità cui è sottoposto l'ente (cambia lo strumento tramite il quale si rendono noti al pubblico gli eventi attinenti l'ente); è dunque un'**ipotesi solo eventuale**, non ricorrendo nel caso di trasformazione fra tipologie organizzative soggette al medesimo regime pubblicitario.

Il comma 3 dell'art. 2500 c.c. dispone, infine, che gli **effetti** della trasformazione decorrono dall'**ultimo degli adempimenti pubblicitari richiesti** dalla norma (stesso principio delle operazioni di *fusione e scissione*).

Con riferimento alle **modifiche dell'atto costitutivo** l'art. 2436 c.c. (richiamato anche dall'art. 2480 c.c. per le S.r.l.), prevede che «*il **notaio** che ha verbalizzato la deliberazione di modifica dello statuto, entro trenta giorni, **verificato l'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge**, ne richiede l'iscrizione nel registro delle imprese*».

Qualora il **notaio** ritenga **non adempiute le condizioni stabilite dalla legge** ne dà comunicazione agli amministratori (la comunicazione deve essere tempestiva e non oltre i 30 giorni), i quali nei 30 giorni successivi possono convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti, oppure ricorrere al tribunale.

Invalidità della trasformazione (art. 2500-*bis* c.c.)

Una volta eseguita la pubblicità prevista dall'art. 2500 c.c., l'invalidità dell'atto di trasformazione non può essere pronunciata (**Istituto della pubblicità sanante**).

Il Legislatore ha inteso conferire **stabilità e certezza ai rapporti giuridici**.

La norma ha una **valenza processuale** poiché attraverso di essa il Legislatore ha **precluso** al **giudice** di adottare una **pronuncia** che **incida** sulla **situazione giuridica** creatasi con l'atto di trasformazione, **impedendo** l'esperimento di eventuali **azioni di nullità**.

La **relazione di accompagnamento** al **D.Lgs. 6/2003, par. 14**, specifica che, in questo modo, si è inteso privilegiare la certezza nei confronti dei terzi introducendo una norma già applicata in tema di fusione.

Contestualmente, è stato previsto che i soggetti partecipanti all'ente trasformato ed i terzi danneggiati dalla trasformazione abbiano diritto al **risarcimento dell'eventuale danno**.



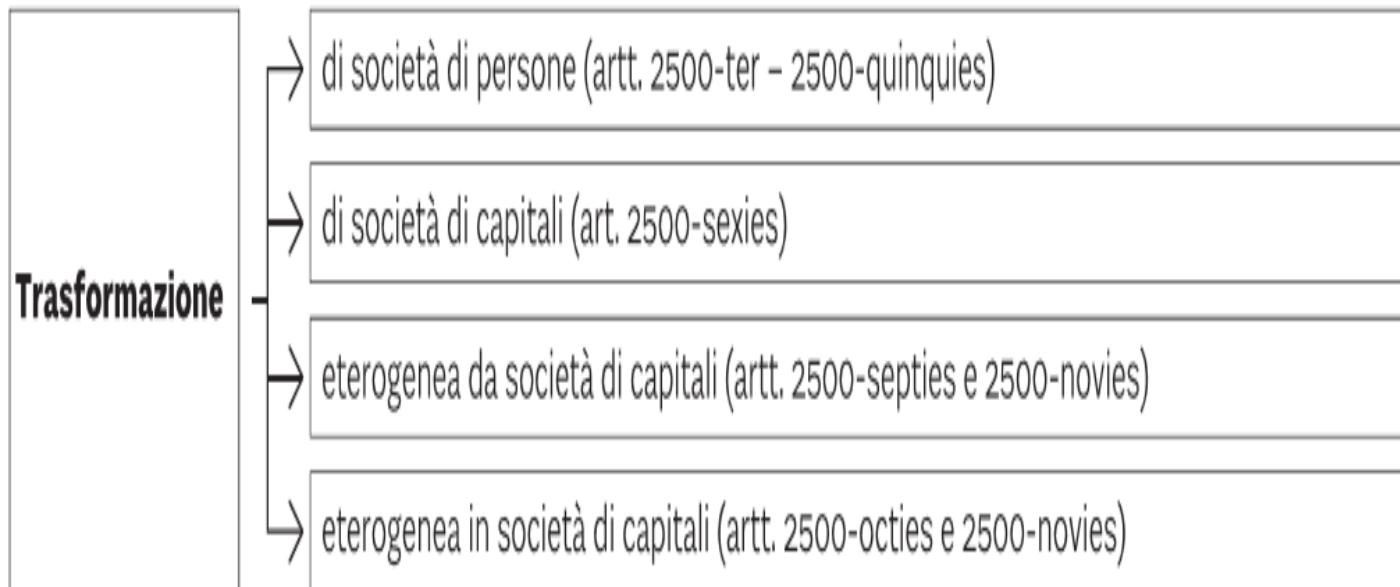
In passato, la giurisprudenza di merito si è espressa in più occasioni sul tema stabilendo la legittimità di questa disciplina (con riguardo alla fusione) volta a privilegiare il principio della **certezza dei rapporti giuridici**.

Per **l'individuazione del momento** in cui si produce **l'efficacia** si tratta di individuare se **l'iscrizione nel Registro delle imprese** abbia rilevanza dal momento della semplice protocollazione o soltanto successivamente all'iscrizione.

Il problema è recentemente divenuto meno rilevante in termini pratici in quanto gli uffici del Registro delle imprese sono in grado di garantire il rispetto del **termine regolamentare di 5 giorni per evadere le domande** trasmesse telematicamente e regolarmente protocollate.

Si ritiene di accogliere la tesi, dominante in dottrina, che richiede **l'iscrizione dell'atto nel Registro delle imprese** non essendo sufficiente la mera protocollazione.

Diverso discorso va fatto per le **trasformazioni eterogenee** per le quali va indagato il rapporto che si pone tra pubblicità presso il Registro delle imprese e la diversa pubblicità prevista dall'art. 2500, co. 2 c.c.; in questo caso l'effetto della pubblicità sanante, come detto, sarà conseguente dall'esecuzione **dell'ultima delle predette pubblicità**.



TRASFORMAZIONE DI SOCIETÀ DI PERSONE

(Trasformazione Evolutiva)

La trasformazione di società di persone **in società di capitali** è interessata da **due** importanti **novità** riguardanti le **maggioranze** assembleari e la **stima** del **patrimonio** della società.

In **passato**, infatti, la delibera di trasformazione doveva essere approvata con il consenso di tutti i soci (**unanimità**), salvo diversa pattuizione dell'atto costitutivo, nel qual caso i soci astenuti o dissenzienti avevano diritto di **recedere** per giusta causa.

Nell'intento di «introdurre disposizioni dirette a **semplificare e favorire** la **trasformazione** delle società di persone in società di capitali», è stato previsto, salva diversa disposizione dei patti sociali, che la delibera di trasformazione possa essere presa con la **maggioranza** dei soci «*determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili*». Il socio che non ha concorso alla decisione ha comunque **diritto di recesso**.

Per quanto riguarda la **relazione di stima** dei beni sociali, che deve essere determinata sulla base dei «**valori attuali** degli elementi del **passivo** e dell'**attivo**», per evitare possibili annacquamenti del capitale della società risultante dalla trasformazione evolutiva, l'art. 2500-ter c.c. stabilisce l'**obbligo** di redazione di una **perizia di stima**.

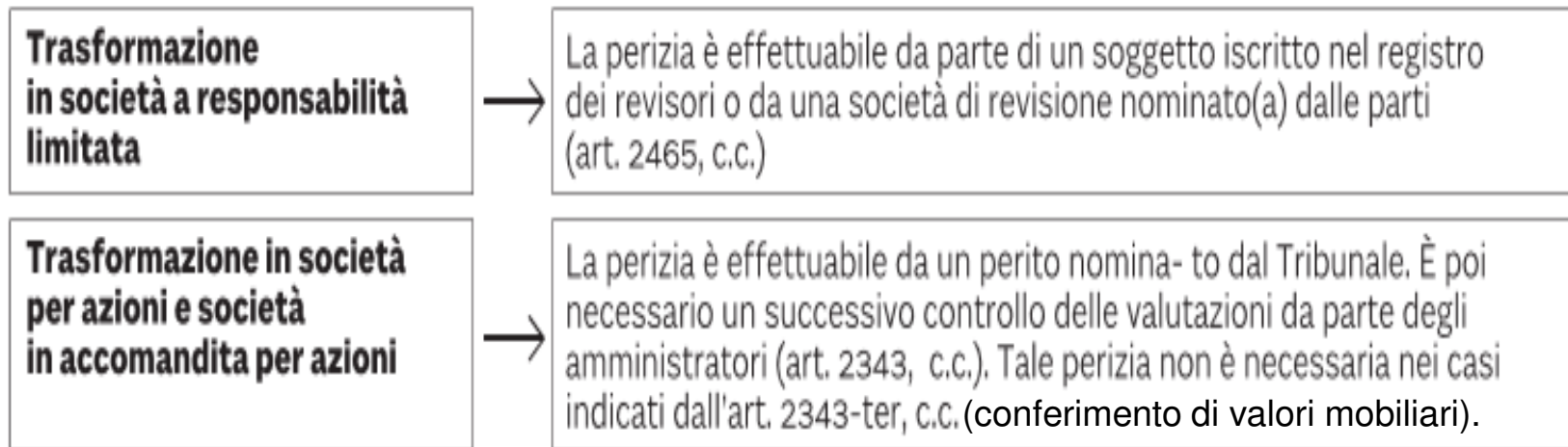
Per le **trasformazioni in S.p.a.** la perizia di stima dev'essere **controllata entro 180 giorni** dagli **amministratori**, i quali esaminano le valutazioni contenute nella relazione e, se sussistono fondati motivi, devono procedere alla **revisione della stima**.

Qualora dal controllo della perizia di stima risulti che il **valore** dei **beni** o dei **crediti** sia **inferiore di oltre un quinto** rispetto a quello considerato in sede di trasformazione, vi sono **due alternative**:

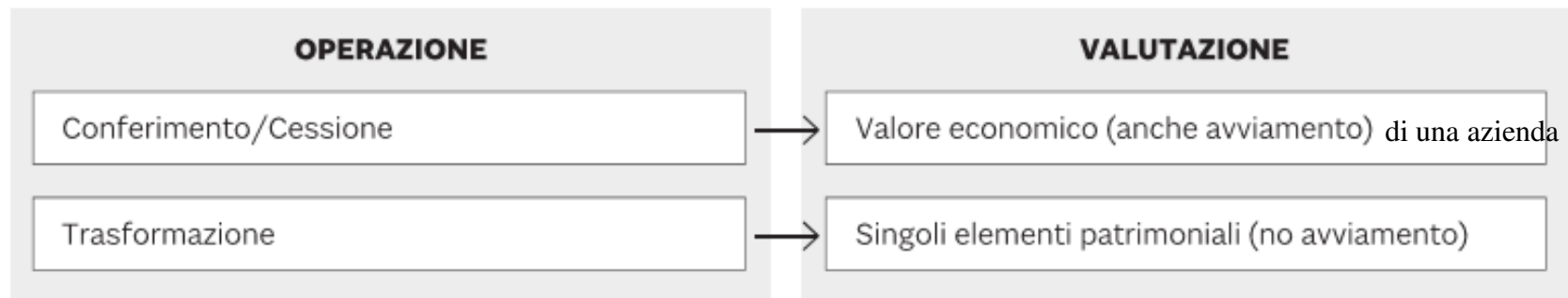
- 1) la **riduzione proporzionale** del **capitale** sociale mediante annullamento delle azioni che risultano ancora scoperte;
- 2) o il **versamento** da parte dei soci della differenza in denaro.

Precisazioni

Riguardano i **Soggetti** che possono effettuare la **stima** nonché **chi** è preposto alla loro **nomina**, distinguendoli a seconda delle caratteristiche della società post trasformazione:



Il rinvio alle disposizioni sui **conferimenti** riguarda, ed era orientamento consolidato anche precedentemente alla riforma del diritto societario, le sole **modalità operative** e **procedurali** della relazione di stima, mentre **difformi** erano e sono i **criteri valutativi**:



(al fine di verificare la loro congruità per evitare possibili «annacquamenti» del capitale da parte degli amministratori)

Assegnazione delle azioni o delle quote ai soci

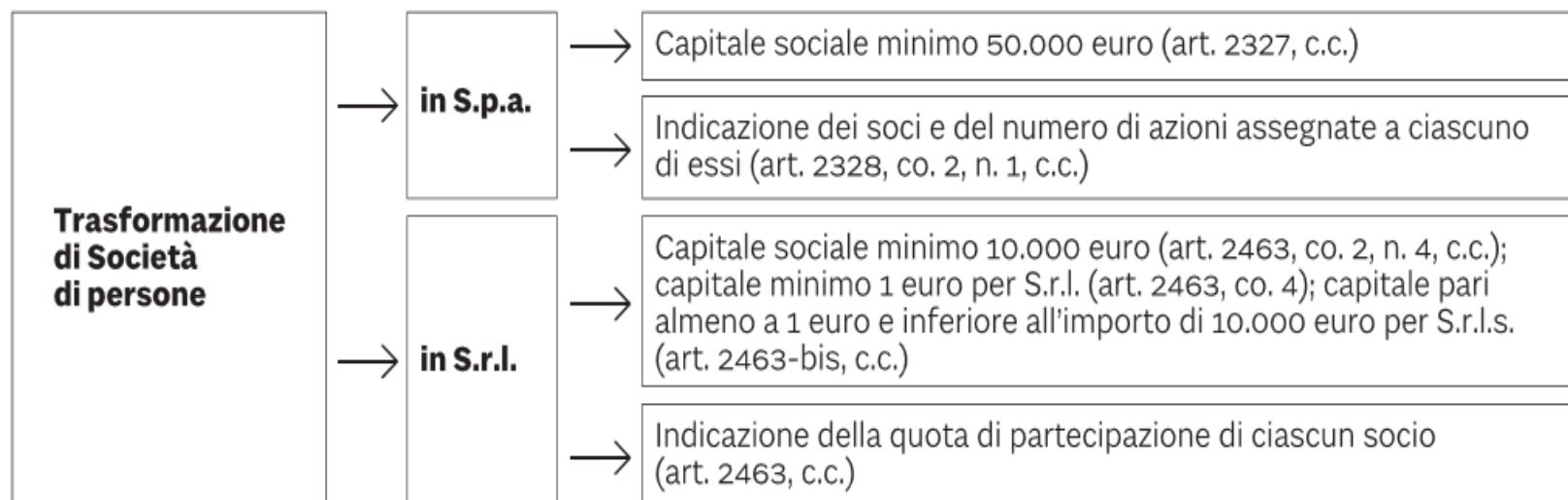
(art. 2500-*quater*)

La norma post-riforma, riprendendo quanto già previsto in precedenza, afferma che ogni socio ha diritto all'assegnazione di un numero di azioni (S.p.a., S.a.p.a.) o di una quota (S.r.l.) proporzionale alla sua partecipazione nella società di persone.

Ecco dunque che la trasformazione non può avere nessuna influenza sulla partecipazione del socio della società risultante dalla trasformazione, trattandosi solamente di una modificazione della disciplina statutaria.

L'atto di trasformazione dovrà contenere gli elementi necessari in relazione al nuovo tipo di società prescelto e andrà quindi precisata:

- la quota di partecipazione nella società di persone;
- il numero di azioni o la quota spettante ad ogni socio.



L'art. 2500 quater c.c. disciplina il caso di **socio d'opera**, stabilendo che quest'ultimo ha diritto all'assegnazione di un numero di azioni o di una quota in misura corrispondente *«alla partecipazione che l'atto costitutivo gli riconosceva precedentemente alla trasformazione o, in mancanza, d'accordo tra i soci ovvero, in difetto di accordo, determinata dal giudice secondo equità»*.

Ne consegue che le azioni o quote assegnate agli altri soci si riducano proporzionalmente.

In sostanza, il socio d'opera partecipa al pari degli altri soci al capitale sociale in virtù del proprio impegno d'opera (capitalizzazione della partecipazione del socio d'opera) e non genericamente, avendo eventualmente eseguito altri apporti.

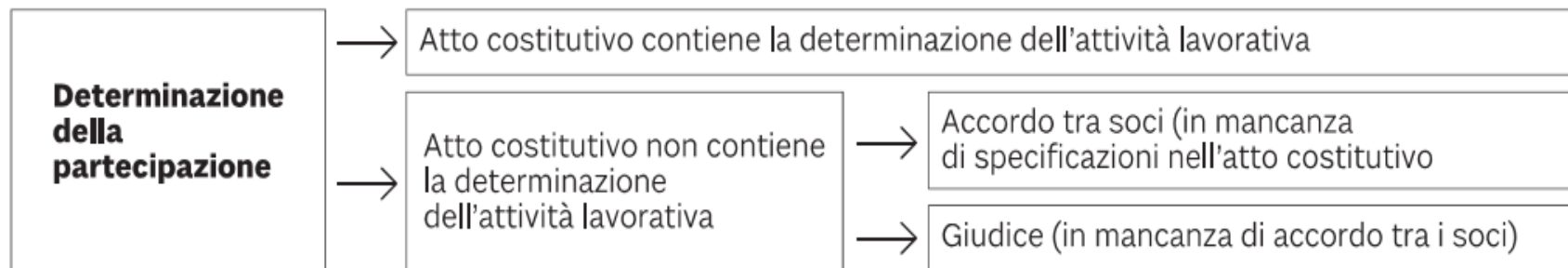
Il Legislatore si è discostato da quella parte della dottrina che sosteneva che in caso di trasformazione il socio d'opera potesse essere escluso dalla compagine sociale per sopravvenuta inidoneità alla prestazione d'opera conferita, in ragione del nuovo assetto societario ovvero che riteneva che il socio d'opera per mantenere la qualità di socio dovesse effettuare ulteriori conferimenti.

Ci si è chiesto come il socio d'opera potesse mantenere l'impegno d'opera in termini del tutto invariati anche dopo la trasformazione da società di persone in società di capitali.

Ebbene, la riforma ha previsto per le S.r.l. la possibilità di conferire prestazioni d'opera, con le garanzie previste dall'art. 2464, comma 6, c.c.; mentre per le S.p.a. sono state previste le azioni con prestazioni accessorie ex art. 2345 c.c.

Nella **pratica professionale** è stato rilevato che il metodo più flessibile e forse meno oneroso è quello di disciplinare direttamente in sede di patti sociali un'obbligazione «ad hoc» a titolo diverso dal conferimento riguardante il socio d'opera.

Si rileva inoltre che la prosecuzione della prestazione del socio d'opera ancora non interamente eseguita non può costituire una semplice modalità eventuale, ma va considerata come un vero e proprio diritto di ciascun socio, ed in particolare del socio d'opera.



Responsabilità dei soci e trasformazione

(art. 2500-*quinquies*)

La trasformazione da società di persone in società di capitali comporta normalmente una **modificazione del regime di responsabilità personale dei soci** nei confronti dei creditori sociali ed è per questo che il Legislatore si è preoccupato di tutelare questi ultimi.

Innanzitutto è stata confermata la precedente struttura normativa secondo la quale con la trasformazione da società di persone a società di capitali i **soci illimitatamente responsabili non sono liberati** dalle obbligazioni sociali assunte precedentemente all'operazione (pubblicità ex art. 2500 c.c.) **se non risulta che i creditori sociali abbiano dato il loro consenso alla trasformazione**. In realtà, il consenso dei creditori non riguarda la trasformazione in quanto tale ma **solamente la liberazione dei soci** per le obbligazioni sorte in precedenza agli adempimenti pubblicitari previsti per la trasformazione. In sostanza non esiste un Istituto analogo all'opposizione dei creditori prevista in materia di fusione, di scissione o di trasformazione eterogenea.

La norma dispone che il consenso si presume se i creditori, ai quali la delibera di trasformazione sia stata comunicata per raccomandata o con altri mezzi che garantiscano la prova dell'avvenuto ricevimento (per esempio tramite notificazione, telegramma, telefax, posta elettronica), non lo abbiano espressamente negato nel termine di **60 giorni dal ricevimento della comunicazione**.

L'**oggetto della comunicazione sarà la delibera di trasformazione**, tuttavia la giurisprudenza ha ritenuto che sia **sufficiente** dare la notizia dell'avvenuta **assunzione** della delibera. Sarebbe comunque opportuno dare tutte le informazioni necessarie per un'adeguata illustrazione del contenuto della delibera in modo tale da consentire ai destinatari di comprenderne il contenuto.

La **Corte di Cassazione**, con l'**ordinanza n. 13772/2021**, ha precisato, ai fini della cessazione del regime di **responsabilità illimitata dei soci** e **dell'inizio** di quello di **responsabilità limitata della società risultante dalla trasformazione**, che occorre considerare **non il tempo** in cui **l'obbligo diviene esigibile o comunque operativo**, ma, con particolare riguardo alle obbligazioni fondate su un accordo, **il tempo in cui il negozio viene concluso**.

La "**liberazione**" dei soci illimitatamente responsabili si presenta come un **atto di rinuncia del creditore** (cfr. l'art. 1236 c.c.) ovvero, più precisamente, come una **rinuncia alla garanzia "ex lege"** in cui si sostanzia la responsabilità (illimitata) dei soci delle società personali che può concretizzarsi tramite due possibilità:

- 1) la prima, collocata nella parte finale del primo comma dell'art. 2500-quinquies c.c., riproduce la fattispecie generale di remissione del credito in termini di rinuncia alla garanzia personale che assiste il diritto (cfr. l'art. 1238 c.c.), con applicazione delle relative precisazioni;
- 2) la seconda, contemplata dal secondo comma dell'art. 2500-quinquies c.c., presenta anch'essa carattere negoziale, ma nel contesto di un particolare percorso di manifestazione della volontà del creditore. Si tratta di una disciplina normativa da leggersi in termini restrittivi.

Sulle **modalità di espressione del dissenso** da parte dei creditori la norma tace, di conseguenza si ritiene che esso possa essere espresso **in qualunque modo**. In dottrina è stata sollevata la questione se il creditore possa esprimere il proprio dissenso alla liberazione solo di alcuni soci; appare evidente che tale possibilità non sia ammissibile in quanto comporterebbe la creazione di due categorie di soci (a responsabilità limitata e illimitata) per le stesse obbligazioni sorte prima del perfezionamento della trasformazione.

TRASFORMAZIONE DI SOCIETÀ DI CAPITALI

(Trasformazione Involutiva o Regressiva)

La **motivazioni** legate alla trasformazione di società di capitali **in società di persone** possono essere di tipo legale, aziendale, fiscale o di semplice convenienza economica:

- **riduzione del capitale sociale sotto i minimi** previsti per le S.r.l. o per le S.p.a. (se il capitale sociale si riduce al di sotto del limite legale e non viene reintegrato, si deve procedere alla trasformazione o alla liquidazione);
- **diminuzione dei costi di gestione** e degli adempimenti (libri sociali, deposito bilanci, tenuta contabilità, costi commercialista);
- calcoli di **convenienza fiscale** (la società di persone sono tassate per trasparenza mentre le società di capitali con aliquota fissa; anche se va segnalato che con la riforma fiscale anche le società di capitali con la presenza di determinati requisiti possono essere tassate per trasparenza ex artt. 115 e 116 del Tuir);
- **limitare la trasferibilità delle quote di partecipazione.**

La **delibera** di trasformazione adottata dall'Assemblea Straordinaria viene presa con la **maggioranza** prevista per la modifica dello **statuto** (salvo diversa disposizione dell'**atto costitutivo**, che può prevedere maggioranze più ampie).

Nelle **S.p.A.** è richiesto il voto favorevole di tanti soci che rappresentino **più della metà** del capitale sociale in **prima convocazione**, mentre in **seconda convocazione** l'assemblea delibera con il voto favorevole di **più di un terzo** del capitale sociale;

nelle **S.a.p.a.** occorre anche il **voto favorevole** di **tutti i soci accomandatari**.

Nelle **S.r.l.**, invece, la trasformazione si delibera con il voto favorevole dei soci che rappresentano almeno la **metà del capitale sociale**.

La possibilità che la delibera presa a maggioranza si presti ad abusi contro alcuni soci ha indotto il Legislatore a prevedere che sia comunque richiesto il **consenso dei soci** che, con la trasformazione, assumono **responsabilità illimitata**.

Si ritiene che il consenso del socio si riferisca alla **trasformazione e non l'assunzione di responsabilità illimitata**: questo significa che la sua **manca** comporterà **l'inefficacia assoluta della delibera**.

Relazione degli amministratori

Il fine della relazione degli amministratori è quello di permettere ai soci di avere piena cognizione dell'operazione, anche nelle sue ragioni tecniche, in modo da poter deliberare con maggiore ponderazione ed eventualmente impugnare la stessa o decidere di recedere.

A tal fine, stando a quanto stabilito dal comma 2 dell'art. 2500 sexies c.c., la relazione deve *«restare depositata presso la **sede sociale** durante i **trenta giorni** che **precedono l'assemblea convocata per deliberare la trasformazione**; i soci hanno diritto di prenderne visione e di ottenerne gratuitamente copia»*.

La relazione deve illustrare le motivazioni e gli effetti della trasformazione, in altre parole deve giustificare la trasformazione sia sotto il profilo economico, sia sotto quello giuridico.

L'interesse tutelato dalla predisposizione della relazione è unicamente quello dei soci, in quanto il **documento rimane riservato**; ciò nel senso che **non deve essere allegato al verbale di assemblea né depositato presso il registro delle imprese**.

Per questo si ritiene che i soci potranno, **all'unanimità, rinunciare ai termini** previsti dalla norma, ma anche alla **stessa relazione degli amministratori**.

Responsabilità illimitata, consenso del socio e recesso

L'ultimo comma dell'art. 2500-*sexies*, c.c. contiene una disposizione volta a tutelare i terzi, in quanto i soci, che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata, rispondono illimitatamente anche per le obbligazioni sorte anteriormente alla trasformazione.

Ecco perché, come detto, è richiesto il consenso alla trasformazione dei soci che andranno ad assumere la responsabilità illimitata.

Si ricorda inoltre che spetta ad ogni socio che non ha concorso alla delibera di trasformazione il diritto di recedere, ai sensi:

- dell'art. 2437, co. 1, lett. b), c.c. per le S.p.a.;
- dell'art. 2473, co. 1, c.c. per le S.r.l.

Entrambi gli strumenti citati («consenso dei soci che assumono responsabilità illimitata» e «diritto di recesso») sono a **tutela esclusiva del socio interessato** e sono da ritenersi non derogabili con clausola statutaria.

Dal **punto di vista operativo** se ne deduce che la delibera adottata a maggioranza non potrà produrre i propri effetti e quindi nemmeno essere iscritta nel Registro delle imprese, fino a quando non ci sia il consenso dei soci che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata. Il consenso potrà avvenire durante la deliberazione di trasformazione (ma anche anteriormente o posteriormente), in ogni caso il voto favorevole da parte del socio in sede di delibera di trasformazione varrà come consenso. Nel caso in cui il consenso avvenga prima o dopo la delibera la norma non precisa se vi siano vincoli di forma (si ritiene comunque opportuno che risulti da apposito atto notarile) e nemmeno i termini entro cui lo stesso dovrà essere prestato.

Assegnazione di partecipazioni ai soci

Ogni socio ha diritto all'assegnazione di una partecipazione proporzionale al valore della sua quota o delle sue azioni. La norma conferma il **principio di continuità e di immodificabilità** della partecipazione in caso di trasformazione.

Infine, si rileva che non sono invece disciplinati i casi in cui la società abbia emesso:

- **particolari categorie di azioni:** in questo caso si ritiene che la delibera di trasformazione debba essere approvata anche dall'assemblea speciale delle azioni *de quo*;
- un **prestito obbligazionario o titoli di debito:** bisognerà estinguerli prima della delibera di trasformazione in quanto le società di persone non possono emettere obbligazioni o titoli di debito.

Trasformazione di società di capitali unipersonale in società di persone con unico socio

Secondo i Notai del Trivento «*Si ritiene ammissibile la trasformazione di una società di capitali unipersonale in una società di persone con un unico socio in quanto l'atto di trasformazione non comporta l'estinzione della società preesistente e la nascita di una nuova società, ma la continuazione della stessa società in una nuova veste giuridica, alla stregua di una mera modificazione dell'atto costitutivo. In tal caso la società trasformata sarà posta in liquidazione solo qualora, nel termine di sei mesi, non si costituisca la pluralità dei soci*». (Massime Notai dei Triveneto – 1° pubbl. sett. 2006 – motivato sett. 2011).

TRASFORMAZIONE NELL'AMBITO DI SOCIETÀ DI PERSONE

La trasformazione nell'ambito di società di persone non è espressamente disciplinata dal Codice civile perché, non mutando il regime di responsabilità patrimoniale dei soci, non si ravvisano potenziali danni per i terzi. L'unica questione rilevante è la **modifica** del regime di **responsabilità del socio**.

Trasformazione **da S.n.c. a S.a.s.**

In questo caso si vuole limitare la responsabilità di uno o più soci che, con la trasformazione, diventeranno **soci accomandanti** e risponderanno solo per la quota conferita (ad esempio, il socio che non intende più occuparsi direttamente della società).

La trasformazione **non libera** comunque i **soci a responsabilità illimitata** (che diventerebbero soci **accomandanti**) dalla **responsabilità** per le **obbligazioni sociali** sorte **prima** della **trasformazione** stessa, se non risulta che i **creditori sociali** abbiano dato loro il **consenso**.

Trasformazione **da S.a.s. a S.n.c.**

Le problematiche si invertono. Ci si chiede, infatti, se un socio già **accomodante**, e quindi limitatamente responsabile, successivamente alla trasformazione divenga **illimitatamente responsabile** anche per le obbligazioni contratte dalla società antecedentemente l'atto di trasformazione.

La dottrina ritiene possibile trovare una soluzione a tale quesito nell'art. 2269 c.c. che, in materia di **società semplice**, stabilisce «*chi entra a far parte di una società già costituita risponde con gli altri soci per le obbligazioni sociali anteriori all'acquisto della qualità di socio*».

Delibera di trasformazione

In entrambi i casi visti sopra (**trasformazione da S.a.s. in S.n.c. e viceversa**) la delibera di trasformazione va presa all'**unanimità** (se non è convenuto diversamente) in quanto si tratta di **modifica del contratto sociale**.

Per la modifica dell'atto costitutivo, l'art. 2300, c.c. prevede che: gli amministratori devono richiedere all'Ufficio del Registro delle imprese l'iscrizione delle modificazioni dell'atto costitutivo (entro 30 giorni); se la modifica dell'atto costitutivo risulta da deliberazione dei soci, questa deve essere depositata in copia autenticata; le modifiche dell'atto costitutivo, fino a quando non sono iscritte, non sono opponibili a terzi, a meno che si provi che questi ne erano a conoscenza.

TRASFORMAZIONE NELL'AMBITO DI SOCIETÀ DI CAPITALI

La trasformazione fra società di capitali può essere **volontaria** (nel caso di cambiamento di dimensioni dell'impresa), oppure, **obbligatoria** nel caso di riduzione, per perdite, del capitale sociale al di sotto del minimo legale senza che questi venga reintegrato.

Trasformazione *evolutiva* **da S.r.l. a S.p.A.**

Si verifica quando le **dimensioni** dell'azienda sono tali da rendere opportuna la trasformazione (la società intende: quotarsi; accedere ad altre fonti di finanziamento (emissione di obbligazioni); oppure, semplicemente, dare un'immagine più «importante» dell'azienda all'esterno).

Nel caso di trasformazione da S.r.l. a S.p.A. sarà necessario un **aumento di capitale sociale** contestuale alla delibera di trasformazione a meno che il capitale sociale della S.r.l. trasformanda sia già pari ad euro 50.000 oppure siano disponibili in bilancio riserve sufficienti da poter imputare a capitale sociale.

Trasformazione *regressiva* **da S.p.a. a S.r.l.**

E' generalmente legata:

- alla necessità di **ridimensionare** la **struttura organizzativa** (necessità di una maggiore elasticità nelle decisioni o la volontà di dare al socio un ruolo più centrale);
- a motivi legati al **trasferimento** della **quota sociale** (o comunque a specifici diritti dei soci), di **semplificazione** delle **scritture contabili**, di **riduzione** dei **costi**;
- all'esigenza, in alcuni casi, di **non avere** un **organo di controllo**;
- alla **riduzione** (al di sotto del minimo legale) del **capitale sociale** eroso da perdite, che i soci decidono di non reintegrare.

Con la modifica della disciplina dell'**organo di controllo** nelle **S.r.l.** e la previsione di un **sindaco unico**, alcune società hanno valutato la trasformazione regressiva.

La **S.p.A.**, infatti, ha un **organo di controllo collegiale** obbligatorio (collegio sindacale nel sistema tradizionale e nel sistema dualistico; comitato di controllo della gestione nel sistema monistico) mentre nella **S.r.l.** occorre distinguere a seconda dei casi.

La «**piccola S.r.l.**» è priva di organi di controllo, a meno che lo statuto lo imponga facoltativamente; mentre nella **S.r.l. medio/grande** le funzioni di controllo sono obbligatorie. La **nomina dell'organo di controllo (o di un revisore)** è **obbligatoria** nei seguenti casi: se la **S.r.l.** è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; se la **S.r.l.** controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; se la **S.r.l.** per due esercizi consecutivi ha superato due dei limiti indicati dal comma 1 dell'art. 2435 bis del Codice civile. Negli altri casi la nomina dell'organo di controllo o del revisore è **facoltativa**.

Procedimento di trasformazione

La trasformazione di una S.r.l. in una S.p.a. segue la seguente procedura:

- convocazione dell'assemblea (art. 2480, c.c.);
- delibera di trasformazione mediante atto pubblico e modifica dello statuto;
- iscrizione della delibera nel Registro delle Imprese a cura del notaio (entro 30 giorni dalla delibera);
- variazione dati all'Ufficio Iva, presso l'Agenzia delle Entrate (entro 30 giorni dalla delibera).

Infine tutti i soci hanno diritto all'assegnazione di un numero di azioni proporzionale al valore della loro quota secondo l'ultimo bilancio approvato.

Per la trasformazione da S.p.a. a S.r.l. si deve seguire il procedimento previsto per la modificazione dello statuto ex art. 2436, c.c.

Nel caso di trasformazione è previsto il recesso per il socio dissenziente sia per le S.r.l. sia per le S.p.a.

	S.p.a.	S.r.l.
Capitale sociale	50.000 euro (art. 2327 c.c.)	10.000 euro (art. 2463 c.c.) o inferiore a 10.000 (ex art. 2463, co. 4, c.c. e 2463-bis)
	<i>Nel caso in cui il capitale della S.p.a. si riduca a seguito di perdite oltre i limiti legali bisognerà procedere alla trasformazione in S.r.l. Se nella S.r.l. che intende trasformarsi in S.p.a. sono presenti quote di capitale non liberate il cui versamento iniziale è garantito da polizza di assicurazione o da fideiussione bancaria (art. 2464, comma 4 c.c.), occorrerà procedere all'eliminazione di tale polizza o fideiussione mediante versamento alla società del relativo importo</i>	
Organo di controllo	Collegio sindacale: sempre obbligatorio. Il controllo contabile è esercitato da un revisore contabile o da una società di revisione lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato può prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale (art. 2409 bis, c.c.)	Organo di controllo: la nomina dell'organo di controllo (sindaco unico o di un revisore) è obbligatoria nei seguenti casi: › se la S.r.l. è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; › se la S.r.l. controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; › se la S.r.l. per due esercizi consecutivi ha superato due dei limiti indicati dal comma 1 dell'art. 2435-bis del Codice civile
	<i>Con la modifica della disciplina dell'organo di controllo (D.L. 5/2012, convertito nella L. 35/2012) per le S.r.l. di maggiori dimensioni è previsto un organo di controllo monocratico, mentre per le S.p.a. rimane l'organo collegiale obbligatorio (collegio sindacale nel sistema tradizionale e nel sistema dualistico; comitato di controllo della gestione nel sistema monistico). Al fine di eliminare l'organo di controllo, la trasformazione in S.r.l. è conveniente solo nei casi in cui non siano superati i parametri previsti dalla norma (ex art. 2477, c.c.). Negli altri casi la trasformazione da S.p.a. a S.r.l. comporta unicamente la possibilità di ridurre l'organo di controllo da tre a un membro</i>	

Conferimento d'opera e servizi	Sono illegittimi i conferimenti d'opera e servizi (art. 2342, comma 5 c.c.)	Ammessi i conferimenti d'opera e servizi (art. 2464 c.c.) da garantire mediante prestazione di una polizza assicurativa o di una fideiussione bancaria
	<i>Nel caso il cui in una S.r.l. il conferimento sia avvenuto mediante la prestazione d'opera o di servizi a favore della società, prima di procedere alla trasformazione si dovrà ridefinire l'oggetto del conferimento o novando (ex art. 1230 c.c.) la prestazione lavorativa con una prestazione pecuniaria (o comunque compatibile con la normativa delle S.p.a.) o riducendo il capitale sociale mediante annullamento della partecipazione già posseduta dal socio d'opera. Se ciò non verrà fatto la delibera sarà invalida; nel caso in cui venisse iscritta nel Registro delle imprese la responsabilità è del notaio che ne ha chiesto la pubblicazione e, probabilmente, anche degli amministratori (art. 2476, co. 7 c.c.). In realtà, considerato l'art. 2500-bis c.c. per cui l'invalidità dell'atto di trasformazione non può più essere pronunciato una volta eseguita la pubblicità, gli amministratori dovranno porre rimedio alla situazione di illegalità proponendo al socio d'opera l'annullamento delle azioni emesse a suo favore</i>	

Categorie di partecipazioni strumenti finanziari partecipativi	È consentito (art. 2346, u.c. c.c.), a fronte dell'apporto da parte dei soci o di terzi di opera o servizi, emettere strumenti finanziari con diritti patrimoniali ed anche amministrativi, ma senza diritto di voto. È consentito creare categorie di azioni fornite di diversi diritti (es.: azioni postergate nelle perdite), azioni sprovviste del diritto di voto (art. 2351 c.c.), azioni correlate ai risultati di un certo settore (art. 2350 c.c.)	Non ammessa la creazione di diverse categorie di partecipazioni, ma è possibile l'attribuzione a singoli soci (elemento personalistico) di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili (art. 2468 c.c.)
	<i>Nel caso di S.r.l. in procinto di trasformarsi in S.p.a. ove siano stati attribuiti ai soci «particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione di utili»; bisognerà preliminarmente procedere all'eliminazione di tali diritti o alla loro «incorporazione» in una speciale categoria di azioni (ex art. 2348, comma 2 c.c.). Si ritiene nel caso di trasformazione di tali diritti in categorie di azioni, occorrerà rispettare (in assenza di clausole statutarie) la regola dell'unanimità stabilita per ogni caso di modificazione di diritti particolari dall'art. 2468, comma 4 c.c.</i>	

Perizia per i conferimenti in natura	Da parte di un esperto nominato dal tribunale competente in relazione alla sede della società conferitaria. Occorre la revisione della stima da parte di amministratori e sindaci nel termine di 180 giorni (art. 2343 c.c.)	Da parte di un esperto iscritto nel registro dei revisori contabili (o società di revisione), scelto non dall'autorità giudiziaria, ma dalle parti (conferente e conferitaria) (art. 2465 c.c.).
	<i>In dottrina ci si è chiesti se una S.r.l. con patrimonio costituito mediante conferimenti in natura stimato da un esperto di nomina volontaria e non giudiziale, in procinto di trasformarsi in S.p.a., debba procedere, al fine di non aggirare la norma che impone la nomina giudiziale (dettata in esecuzione del vincolo comunitario di cui all'art. 10, co. 1 della seconda Direttiva), ad una nuova stima dell'intero patrimonio sociale (da allegare alla delibera di trasformazione) o comunque procedere ad una ripetizione della stima da parte di un esperto di nomina giudiziale. Ad oggi non sembra che questa interpretazione debba essere accolta, si potrà dunque procedere alla trasformazione senza stimare nuovamente il capitale sociale</i>	
Trasferibilità delle partecipazioni: formalità	Semplice girata sui titoli (azioni nominative) o transfer	Atto notarile soggetto ad iscrizione nel registro delle imprese.

Obbligazioni e titoli di debito	Possono emettersi con delibera degli amministratori (salvo la legge o lo statuto non dispongano diversamente) entro il limite del doppio di: capitale più riserva legale più riserve disponibili dell'ultimo bilancio approvato (art. 2412 c.c.). È consentito superare il limite per obbligazioni destinate ad investitori professionali soggetti a vigilanza	Non ammesse. Possibile emettere (decisione degli amministratori o dei soci) titoli di debito destinati esclusivamente a investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali (art. 2483 c.c.)
<i>Le S.p.a che abbiano emesso un prestito obbligazionario non si potranno trasformare in S.r.l.; bisognerà prima procedere al rimborso anticipato. In alternativa, la S.p.a. potrebbe garantire i titoli emessi mediante il rilascio, da parte di un soggetto contemplato dall'art. 2483, c.c., di un'idonea fideiussione a favore di tutti i titolari degli strumenti finanziari in circolazione (con le stesse caratteristiche richieste in caso di cessione del titolo di debito da parte dell'investitore professionale ai sensi dell'art. 2483, c.c.)</i>		

Acquisto azioni - partecipazioni proprie	È consentito nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato	Non ammesso.
	<i>Preferibile la S.p.a., nella quale lo strumento dell'acquisto di azioni proprie, laddove i soci siano a loro volta società, potrebbe costituire (entro i limiti di legge), una vantaggiosa alternativa al dividendo per assegnare liquidità ai soci. Nel caso in cui una S.p.a. o una S.a.p.a. abbiano acquistato azioni proprie non è possibile deliberare la trasformazione in S.r.l.; dette società dovranno deliberare la riduzione di capitale sociale annullando le azioni proprie o cedere le azioni in oggetto</i>	
Decisioni dei soci Assemblea dei soci	Le decisioni sono assunte solo mediante assemblea (metodo collegiale/contextuale). Ammesse però, in base a previsione statutaria, le assemblee (anche straordinarie) con televideo conferenza e il voto per corrispondenza (art. 2370 c.c.)	Possono risultare (clausola statutaria espressa) anche da consultazione scritta o consenso manifestato per iscritto (raccolta di firme anche non contestuale su un documento contenente la descrizione della decisione). Con riforma alle materie indicate nei punti 4 e 5, secondo comma, dell'art. 2479 c.c., le decisioni dei soci devono essere adottate con delibera assembleare
	<i>La consultazione scritta (o il consenso manifestato per iscritto), non consentita nelle S.p.a., rappresenta un'importante semplificazione delle regole di funzionamento che potrebbe, in diversi casi, far preferire la S.r.l. alle società azionarie</i>	

Quorum per decisioni dei soci o assemblea ordinaria	Assemblea ordinaria: rappresentato il 50% in prima convocazione, nessun quorum minimo in seconda convocazione; deliberare sempre 50% più 1 dei presenti (artt. 2368 e 2369 c.c.). Assemblea straordinaria: deliberare 50% più 1 del capitale complessivo in prima convocazione; in seconda convocazione è regolarmente costituita con la partecipazione di oltre 1/3 del capitale sociale e delibera con il voto favorevole dei 2/3 dei presenti. In tutti i casi lo statuto può introdurre quorum più elevati, salvo che per bilancio e cariche sociali	Decisioni dei soci non assembleari: voto favorevole di una maggioranza che rappresenti almeno il 50% del capitale (art. 2479, c.c.). Decisioni con metodo assembleare: rappresentato almeno 50% del capitale sociale; deliberare 50% più 1 dei presenti, ma per modifiche statutarie e diritti dei soci almeno il 50% del capitale complessivo (art. 2479-bis c.c.). Sempre legittimi statuti con quorum più elevati per qualunque materia
<i>Differenza sostanziale tra le due forme societarie: possibilità, nella sola S.r.l., di introdurre quorum qualificati (ad esempio 3/4 del capitale complessivo) anche per le decisioni inerenti il bilancio e le cariche sociali. Nella S.r.l. può dunque prevedersi un diritto di veto per minoranze qualificate anche su tali argomenti</i>		

Amministrazione	Amministratore unico o consiglio di amministrazione. Non consentita la consultazione scritta, quindi obbligo di formazione delle decisioni con sistema collegiale e contestuale. Ammessa tele-video conferenza (art. 2388 c.c.)	Amministratore unico oppure più amministratori in forma collegiale (C.d.a.) o non collegiale, con poteri disgiunti e/o congiunti (come nelle società di persone). La redazione del progetto di bilancio e dei progetti di fusione o scissione nonché le decisioni di aumento di capitale sono sempre di competenza dell'organo amministrativo. Anche in caso di C.d.a. è però consentito che le deliberazioni siano formalizzate attraverso la consultazione scritta e non con riunione contestuale (art. 2475 c.c.)
	<i>Nelle S.r.l., ma non nelle S.p.a., si potrà introdurre, oltre al C.d.a., l'amministrazione plurima (senza organo collegiale), che non richiede particolari formalità per le decisioni degli amministratori, i quali agiranno direttamente o in forma congiunta o in via disgiunta a seconda dei casi e secondo quanto stabilito dallo statuto. La S.r.l. sul punto appare più flessibile.</i>	

Durata amministratori	Fino a tre esercizi (no a tempo indeterminato). È precisato che gli amministratori scadono alla data dell'assemblea che approva il bilancio relativo all'ultimo esercizio di carica (art. 2383 c.c.).	Non regolata: anche a tempo indeterminato. Se a tempo determinato, è da ritenere applicabile la regola sulla cessazione in sede assemblea di approvazione del bilancio prevista per le S.p.a.
	<i>La S.r.l. è più flessibile in quanto è l'unica che consente anche una durata indeterminata.</i>	
Azione sociale di responsabilità	L'azione sociale di responsabilità può essere esercitata, oltre che dalla società con delibera assembleare, anche da soci che detengano almeno il 20% del capitale (o diversa misura stabilita dallo statuto, non superiore ad un terzo) (art. 2393-bis c.c.)	L'azione sociale di responsabilità è esperibile da parte di ogni singolo socio il quale può chiedere (in sostituzione del controllo giudiziario ex art. 2409 c.c., non più previsto nelle S.r.l.) la revoca cautelare degli amministratori (art. 2476, co. 3 c.c.).
	<i>La S.r.l. espone gli amministratori a più ampi rischi di contestazione da parte dei soci essendo l'azione di responsabilità per danni alla società promossa da ogni socio, anche con una partecipazione minima. Il socio di S.r.l. ha diritto di informazione sugli affari sociali e di ispezione di libri sociali e documenti amministrativi.</i>	
Diritto di recesso	Oltre alle ipotesi di recesso elencate, rispettivamente, negli artt. 2437 e 2473 c.c., si segnalano la durata indeterminata e le clausole di gradimento immotivato (nonché, nella S.r.l., di intrasferibilità assoluta). Nella sola S.r.l. si ha diritto di recesso anche in caso di dissenso su operazioni di fusione e scissione. Lo statuto può prevedere ulteriori ipotesi di recesso	
	<i>Significative differenze tra i due tipi societari nei casi di fusione e scissione: preferibile la S.p.a. per non rischiare il recesso da parte di qualche socio di minoranza. Il procedimento delle operazioni nella società a responsabilità limitata è però notevolmente più rapido (termini dimezzati) e semplificato</i>	

Aspetti Contabili

L'art. 2500-ter c.c., comma 2, prevede che il **capitale** della società risultante dalla **trasformazione** deve essere determinato «*sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da relazione di stima redatta a norma dell'art. 2343 o, nel caso di società a responsabilità limitata, dell'art. 2465*». In particolare:

- è affermato il **principio della discontinuità** dei valori in quanto il valore dei beni e degli elementi attivi e passivi non deve più coincidere con i precedenti valori contabili;
- è prevista una valutazione non più a valori storici, ma a **valori attuali** o, più correttamente, a **valori correnti**.

In tal senso si è pronunciata anche la **Corte di Cassazione** che, con **sentenza 14765 del 19 luglio 2016**, ha affermato che «*nell'ambito della trasformazione omogenea di società, il capitale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da apposita relazione di stima redatta in conformità alla normativa propria del tipo sociale*».

Capitale sociale della **società trasformata**

In relazione alla **modalità di determinazione** del valore del capitale sociale della società trasformata sarà possibile iscrivere un valore del **capitale sociale** post-trasformazione **superiore o inferiore** a quello precedente in relazione ai maggiori o minori valori previsti in **perizia** (e recepiti dagli amministratori).

Metodo di valutazione

da adottare nella perizia di trasformazione

Il metodo valutativo (metodo reddituale, metodo patrimoniale, metodo misto o dei multipli) che più si addice al dettato dell'art.2500-*ter* c.c. è il **metodo patrimoniale semplice** basato sulla **stima analitica** dei **singoli elementi patrimoniali senza** l'evidenziazione di un **autonomo** valore di **avviamento**, proprio, del metodo patrimoniale complesso.

Seguendo la **metodologia patrimoniale semplice** il perito dovrà, pertanto:

- **revisionare** gli **elementi patrimoniali attivi e passivi** evidenziati nella situazione patrimoniale «di partenza» per accertare eventuali errori o non corrette «politiche di bilancio» effettuate in passato dagli amministratori;
- riesprimere a **valori correnti** gli elementi patrimoniali attivi e passivi individuati nella precedente elaborazione;
- stimare le **imposte latenti**;
- determinare il **capitale netto rettificato**;
- accertare la **sostenibilità economica** dei valori analiticamente determinati.

A seguito della riesposizione a **valori correnti** dei beni aziendali (**rivalutazioni** rispetto ai *valori storici*), il perito prima e gli amministratori poi, si devono chiedere se tali maggiori valori saranno «**sostenibili**» dall'azienda post-trasformazione (si pensi alla maggior entità degli ammortamenti da calcolarsi in futuro sui cespiti rivalutati, ovvero se saranno assorbibili dal reddito generato dall'impresa).

Pertanto, l'esperto **non può attestare** in **perizia** un valore di **capitale netto rettificato superiore** a quello risultante dalla **valutazione «sostenibile»** dell'azienda in base ai redditi prospettici.

Da qui la necessità, per il perito, dell'**accertamento**, mediante una **verifica reddituale**, della **capacità dell'azienda** di **sostenere** economicamente le **rivalutazioni** effettuate. Questa verifica potrà essere effettuata stimando il **reddito medio prospettico (R)** e poi rapportandolo al **capitale netto rettificato (K)** determinando un **tasso prospettico di rendimento** ($r = R / K$).

Se tale tasso rientrerà nella **normalità** la verifica potrà ritenersi soddisfatta.

Esempio – Tasso prospettico di rendimento

Supponendo di avere: $R = 100$; $K = 1000$

— si otterrà un tasso pari a: —

$$r = \frac{100}{1.000} = 0,10$$

Questo vale se il tasso del 10% è da considerarsi accettabile, la prova reddituale è superata e i maggiori valori dei beni aziendali sono proponibili; altrimenti si dovrà procedere alla correzione dei maggiori valori dei beni aziendali riducendone la rivalutazione.

Supponendo di avere: $R = 50$; $K = 1000$

— si otterrà un tasso pari a: —

$$r = \frac{50}{1.000} = 0,05$$

Se il 5% è ritenuto un tasso di rendimento al di sotto della norma, si dovrà ridurre la rivalutazione di K , ad esempio a 700, giungendo ad un rendimento del 7%.

— si otterrà un tasso pari a: —

$$r = \frac{50}{700} = 0,07$$

Occorre preliminarmente precisare che per il semplice **cambiamento** della **forma giuridica** della società non vengono richiesti particolari obblighi relativi alla tenuta delle scritture contabili. In effetti, la **contabilità** può essere continuata sugli **stessi libri** relativi alla **società trasformanda**, salvo che il cambiamento della forma sociale non imponga la tenuta di nuovi libri (o ne elimini l'obbligo) in relazione a disposizioni civilistiche o fiscali.

È però opportuno procedere alla **chiusura** in partita doppia della **contabilità** della **società trasformanda** e **aprirne** una **nuova** per la **società trasformata**, al fine di erigere uno **stato patrimoniale** (da **inserirsi** nella **delibera di trasformazione**) e determinare il **risultato reddituale sino al giorno della trasformazione**. Detta procedura è particolarmente necessaria quando con la trasformazione si attua un “passaggio” da un “gruppo” societario all'altro (ad es. trasformazione di società in nome collettivo in società per azioni).

Si possono riassumere le “fasi” contabili della trasformazione in:

- a) rettifiche dei valori delle attività e passività;
- b) individuazione del capitale netto di trasformazione;
- c) eventuali conguagli tra i soci;
- d) trasferimento delle attività e passività alla società trasformata con la chiusura della contabilità della trasformanda e l'imputazione del capitale netto di trasformazione ai soci con la relativa assegnazione di azioni o quote loro spettanti della società trasformata;
- e) apertura dei conti della società trasformata.

ESERCITAZIONE - Trasformazione di Società di Persone in Società di Capitali

Si ipotizzi che:

- al **30 giugno 2017** sia stipulato l'**atto di trasformazione** della società S.n.c. nella società S.r.l.;
- nel **termine non anteriore a quattro mesi** dal 30 giugno 2017 sia stata redatta la **perizia** e, in quella sede, sia stata preventivamente redatta da parte della società trasformanda una situazione patrimoniale comprensiva delle operazioni di assestamento sulla base della quale il perito ha potuto effettuare le sue valutazioni;
- i valori risultanti dal **bilancio di verifica infrannuale** e i rispettivi **valori di perizia** sono i seguenti:

Bilancio di verifica infrannuale e valori di perizia		
Attivo-Passivo	Valori contabili o di libro	Valori di perizia
Attivo Stato Patrimoniale		
Immobilizzaz. tecniche	7.500	8.000
Attrezzature e macchinari	5.000	3.500
Crediti	2.500	2.500
Banca	300	300
Totale Attivo (A)	15.300	14.300
Passivo Stato Patrimoniale		
TFR	350	350
Debiti vs fornitori	2.900	3.500
Debiti diversi	1.000	1.000
Totale Passivo (B)	4.250	4.850
Riserve	2.000	
Risultato di esercizio	150	
Capitale sociale		8.900
Capitale netto di trasformazione		9.450

I valori di perizia si discostano (**differenze**) da quelli contabili per le seguenti voci:

Voci che si discostano dai valori di perizia			
	Valori contabili	Valore corrente	Differenze
Immobilizzazioni tecniche	7.500	8.000	500
Attrezzature e macchinari	5.000	3.500	(1.500)
Debiti vs. fornitori	2.900	3.500	600

SCRITTURE DI ASSESTAMENTO

Sulla base di quanto espresso in precedenza, sarà necessario ricorrere alla **rettifica dei valori**. Per quanto riguarda le «*Immobilizzazioni tecniche*» il **maggior valore di perizia non è stato recepito**, in quanto, è stato valutato che il valore netto contabile corrisponde al valore d'uso residuo. Le **scritture di rettifica** sono le seguenti:

Scritture contabili			
Rettifiche di trasformazione	Attrezzature e macchinari	1.500	1.500
Rettifiche di trasformazione	Debiti vs. fornitori	600	600

SCRITTURE DI CHIUSURA DEI CONTI

La società trasformanda determina le **imposte** sull'utile del periodo **tra l'inizio dell'esercizio e la data di effetto della trasformazione**.

Nel caso di specie, la S.n.c. dovrà rilevare **solo** il debito **Irap** (per semplicità ipotizziamo pari a **zero**) di cui è soggetto passivo in proprio, poiché ai fini delle **imposte sui redditi**, il reddito prodotto dalla società viene attribuito ai **soci**, indipendentemente dall'effettiva percezione, e questi ultimi includeranno nella loro dichiarazione dei redditi la quota di reddito della società di persone.

La società trasformanda trasferisce, poi, le attività e le passività iscritte in bilancio chiudendo i relativi conti e individua il **capitale netto di trasformazione**.

Scritture contabili			
Diversi	a Diversi		
Capitale netto di trasformazione			8.950
Rettifiche di trasformazione			2.100
Capitale sociale		8.900	
Riserve		2.000	
Risultato di esercizio		150	

La società trasformanda, inoltre, procede con l'**attribuzione del capitale netto di trasformazione**.

Scrittura contabile					
Capitale netto di trasformazione	a	Soci	c/trasformazione	8.950	8.950

Scritture contabili				
<i>Diversi</i>	a	<i>Diversi</i>		
Immobilizzazioni tecniche				7.500
Attrezzature e macchinari				3.500
Crediti				2.500
Banca				300
Tfr			350	
Debiti vs. fornitori			3.500	
Debiti diversi			1.000	
Soci c/trasformazione			8.950	

SCRITTURE DI APERTURA DEI CONTI

La società trasformata rileverà il **capitale sociale** derivante dalla **trasformazione** e l'**aumento di capitale** necessario per rispettare il **minimo legale** per la costituzione delle S.r.l. pari a 10.000 euro ai sensi dell'art. 2463 c.c.

Scritture contabili				
Diversi	a	Capitale sociale		10.000
Soci c/trasformazione			8.950	
Soci c/sottoscrizione			1.050	

Al versamento del capitale sottoscritto rileverà:

Scrittura contabile						
Banca	c/c	a	Soci	c/sottoscrizione	1.050	1.050

Da ultimo, al trasferimento delle attività e delle passività per trasformazione effettuerà la seguente scrittura:

Scritture contabili				
Diversi	a	Diversi		
Immobilizzazioni tecniche			7.500	
Attrezzature e macchinari			3.500	
Crediti			2.500	
Banca			300	
Tfr				350
Debiti vs. fornitori				3.500
Debiti diversi				1.000
Soci c/trasformazione				8.950

La situazione patrimoniale della società trasformata sarà la seguente:

Situazione patrimoniale della trasformata	
Attivo Stato Patrimoniale	
Immobilizzazioni tecniche	7.500
Attrezzature e macchinari	3.500
Crediti	2.500
Banca	1.350
Totale Attivo (A)	14.850
Passivo Stato Patrimoniale	
Tfr	350
Debiti vs. fornitori	3.500
Debiti diversi	1.000
Totale Passivo (B)	4.850
Capitale sociale	10.000
Totale passivo + PN	14.850

Aspetti Fiscali

Imposte Dirette

La normativa fiscale, come quella civilistica, distingue tra:

- **trasformazione omogenea** (tra società commerciali) e in particolare:
 - **lineare**: all'interno della medesima categoria di società (es. da S.r.l. a S.p.a. e viceversa);
 - **progressiva**: da società di persone a società di capitali;
 - **regressiva**: da società di capitali a società di persone;

- **trasformazione eterogenea** (tra società e « enti non commerciali ») e in particolare:
 - **progressiva**: da ente non commerciale a società di capitali;
 - **regressiva**: da società di capitali ad ente non commerciale.

La **disciplina applicabile** discende dal **tipo di trasformazione** posta in essere.

Tuttavia, occorre sottolineare che mentre per la **trasformazione omogenea** la disciplina fiscale rimane nell'alveo del **reddito d'impresa**, nella **trasformazione eterogenea** si assiste alla **fuoriuscita/ingresso di beni dal/nel reddito di impresa** che rende particolarmente delicato questo passaggio.

TRASFORMAZIONE OMOGENEA

Struttura dell'art. 170 Tuir – Trasformazione omogenea	
Comma	Testo
Comma 1 Principio di neutralità	«La trasformazione della società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento»
Comma 2 Determinazione del reddito del "periodo interinale" da società soggette a Ires a società non soggette a Ires (o viceversa)	«In caso di trasformazione di una società soggetta all'imposta di cui al Titolo II in società non soggetta a tale imposta, o viceversa, il reddito del periodo compreso tra l'inizio del periodo di imposta e la data in cui ha effetto la trasformazione è determinato secondo le disposizioni applicabili prima della trasformazione in base alle risultanze di apposito conto economico»
Comma 3 Trattamento delle riserve ante trasformazione da società non soggetta a Ires a società soggetta a Ires	«Nel caso di trasformazione di una società non soggetta all'imposta di cui al Titolo II in società soggetta a tale imposta le riserve costituite prima della trasformazione con utili imputati ai soci a norma dell'art. 5, se dopo la trasformazione siano state iscritte in bilancio con indicazione della loro origine, non concorrono a formare il reddito dei soci in caso di distribuzione e l'imputazione di esse non comporta l'applicazione del comma 6 dell'art. 47»
Comma 4 Trattamento delle riserve ante trasformazione da società soggetta a Ires a società non soggetta a Ires	«Nel caso di trasformazione di una società soggetta all'imposta di cui al Titolo II in società non soggetta a tale imposta le riserve costituite prima della trasformazione, escluse quelle di cui al comma 5 dell'articolo 47, sono imputate ai soci, a norma dell'articolo 5: a) nel periodo di imposta in cui vengono distribuite o utilizzate per scopi diversi dalla copertura di perdite d'esercizio, se dopo la trasformazione sono iscritte in bilancio con indicazione della loro origine; b) nel periodo di imposta successivo alla trasformazione, se non siano iscritte in bilancio o vi siano iscritte senza la detta indicazione»
Comma 5 Tassazione delle riserve di cui al comma 4	«Le riserve di cui al comma 4 sono assoggettate ad imposta secondo il regime applicabile alla distribuzione delle riserve delle società di cui all'articolo 73»

Principio di **neutralità**

L'art. 170 comma 1 T.U.I.R. stabilisce che l'operazione di trasformazione non costituisce, ai fini fiscali, *«realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento»*. La trasformazione **omogenea**, dunque, **non genera materia imponibile (plusvalenze/minusvalenze tassabili)** con riferimento alle imposte sui redditi, con la conseguente necessità, per la società trasformata, di assumere i beni acquisiti al medesimo valore fiscalmente riconosciuto in capo alla stessa ante trasformazione.

Tale principio di neutralità si applica a tutte le tipologie di **trasformazione omogenea**:

- **lineare**, da una società soggetta ad Ires (es. S.r.l.) ad un'altra società ugualmente soggetta ad Ires (es. S.p.a.) o da società di persone (es. S.n.c.) ad altra società di persone (es. S.a.s.);
- **progressiva**, da una società commerciale non soggetta ad Ires a società soggetta ad Ires;
- **regressiva**, da società soggetta ad Ires a società non soggetta ad Ires.

Alla neutralità è strettamente correlato il **Principio di Continuità dei Valori Fiscali**. La società trasformata, infatti, assume i **beni acquisiti al medesimo valore fiscalmente riconosciuto** in capo alla **società trasformanda** (principio applicabile **anche** in caso di trasformazione (progressiva o regressiva) da società di capitali in società consortile o cooperativa, infatti, sebbene la disciplina civilistica riconduca tali operazioni tra le **trasformazioni eterogenee**, sotto il profilo fiscale tanto le **società consortili** quanto quelle **cooperative** risultano **assoggettate ad Ires**, in base alle regole del **reddito d'impresa**.

Nel proprio bilancio, la società trasformata potrà **incrementare i valori dei beni recepiti, fino a raggiungere il loro «valore normale»**.

Tuttavia, secondo il principio di neutralità, tale operazione di adeguamento contabile assumerà mero valore civilistico e non fiscale **«doppio binario»**.

Le **rivalutazioni/svalutazioni** iscritte in **bilancio non concorrono** a formare il **reddito di impresa** e i **disallineamenti** fra **valori civilistici** e **fiscali** devono essere evidenziati nel **quadro RV** della dichiarazione dei redditi della società trasformata.

Inoltre, ai fini fiscali, le **vicende reddituali successive** alla **trasformazione** (in particolare, ammortamenti e plusvalenze/minusvalenze da realizzo) saranno oggetto di apposite **variazioni in aumento** ed in **diminuzione** per tenere conto di tale **«doppio binario»**.

La regola del «doppio binario», **non** si ritiene **applicabile** ai cd. **beni merce** (rimanenze, titoli obbligazionari, ecc.), per i quali si ritiene che i maggiori valori iscritti in bilancio siano sempre **fiscalmente rilevanti**, non come conseguenza della trasformazione in sé, ma di una scelta contabile.

TRASFORMAZIONE ETEROGENEA

Struttura dell'art. 171 Tuir – Trasformazione eterogenea	
Comma	Testo
Comma 1 Trasformazione da società soggetta a Ires a ente non commerciale	<i>«In caso di trasformazione, effettuata ai sensi dell'articolo 2500-septies del codice civile, di una società soggetta all'imposta di cui al Titolo II in ente non commerciale, i beni della società si considerano realizzati in base al valore normale, salvo che non siano confluiti nell'azienda o complesso aziendale dell'ente stesso. Le riserve costituite prima della trasformazione, escluse quelle di cui al comma 5 dell'articolo 47, sono assoggettate a tassazione nei confronti dei soci o associati:</i> <i>a) nel periodo di imposta in cui vengono distribuite o utilizzate per scopi diversi dalla copertura di perdite d'esercizio, se dopo la trasformazione sono iscritte in bilancio con indicazione della loro origine;</i> <i>b) nel periodo d'imposta successivo alla trasformazione, se non iscritte in bilancio ovvero iscritte senza la detta indicazione. In caso di trasformazione in comunione di azienda si applicano le disposizioni dell'articolo 67, comma 1, lettera h). Si applicano le disposizioni del comma 5 dell'articolo 170 »</i>
Comma 2 Trasformazione da ente non commerciale a società soggetta a Ires	<i>«La trasformazione, effettuata ai sensi dell'articolo 2500-octies del codice civile, di un ente non commerciale in società soggetta all'imposta di cui al Titolo II si considera conferimento limitatamente ai beni diversi da quelli già compresi nell'azienda o complesso aziendale dell'ente stesso»</i>

Secondo l'interpretazione unanime della dottrina nel concetto di **ente non commerciale** non rientrano le società consortili e le società cooperative, nonostante, sotto il profilo civilistico, la trasformazione che riguardi tali società sia da considerarsi eterogenea. In questi casi, quindi, troveranno applicazione le **disposizioni** relative alla **trasformazione omogenea**.

Trasformazione *regressiva*

(da società soggetta ad Ires ad ente non commerciale)

La norma prevede una **presunzione** di realizzo delle **plusvalenze latenti** presenti nei beni della società trasformanda in base al **valore normale** di questi ultimi. In questo caso, quindi, la trasformazione **fuoriesce** dall'ambito delle **operazioni neutrali**, risultando a tutti gli effetti **realizzativa**. La *motivazione*, è nell'**assimilabilità** con la **destinazione** di **beni a finalità estranee all'esercizio dell'impresa** (si è ritenuto di dover tassare i beni in questione in quanto sottratti, mediante l'operazione di trasformazione, al regime proprio dell'impresa). A conferma di ciò, il **principio realizzativo viene meno**, e le relative **plusvalenze** rimangono **latenti**, qualora i **beni** della società trasformanda vengano **destinati** all'eventuale **attività di impresa** esercitata dall'**ente non commerciale**.

In tal caso, i **beni** resterebbero nell'**ambito** dell'«**impresa**», anche se di proprietà di un ente non commerciale. Con riferimento alle modalità di **tassazione**, i singoli **beni**, **fuoriusciti** dal «*circuito*» dell'**impresa**, vengono **tassati** sulla base del **regime fiscale** loro proprio.

Trasformazione *progressiva* (da ente non commerciale a società soggetta ad Ires)

L'operazione viene **assimilata**, dall'art. 171 comma 2 Tuir ad un **conferimento di beni** finalizzato all'**esercizio d'impresa**. Pertanto, nel momento in cui i **beni transitano dall'ambito non commerciale a quello commerciale** si presumono **realizzati**, con conseguente **tassazione** delle relative **plusvalenze**, pari alla differenza tra **costo storico** e **valore normale** dei beni medesimi.

Anche in questo caso, fanno **eccezione** eventuali **beni** che fossero **già immessi nel circuito dell'«impresa» prima della trasformazione**, nell'ambito di una attività di impresa eventualmente esercitata dall'ente non commerciale. Tali beni, infatti, verrebbero acquisiti dalla società trasformata in base al principio di **continuità dei valori fiscali** (quindi in modo **neutrale**). Tuttavia, la **tassazione** delle relative **plusvalenze** in capo all'ente non commerciale avverrà soltanto nel caso in cui il **reddito realizzato** rientri in una delle fattispecie indicate dall'**art. 67 TUIR** che alla **lettera n)** considera **redditi diversi**, tra gli altri, le plusvalenze realizzate a seguito di trasformazione eterogenea. Così, a titolo esemplificativo:

- se con la trasformazione vengono trasferiti **fabbricati** posseduti da oltre cinque anni, l'operazione non comporterà l'emersione di alcuna plusvalenza;
- se vengono trasferite **partecipazioni**, si applicheranno le disposizioni previste dall'art. 67 lett. da c) a *c-quinquies*) TUIR.

Imposte Indirette

IVA

Il **passaggio di beni** dalla società «di partenza» a quella «di arrivo» **non costituisce** una **cessione di beni rilevante ai fini dell'Iva**, pertanto, il contribuente avrà l'obbligo di presentare, entro 30 giorni dall'iscrizione nel Registro delle imprese dell'atto di trasformazione, una comunicazione all'AdE competente relativamente alla variazione intervenuta (forma giuridica) e poi presentare, nei termini ordinariamente previsti, la dichiarazione Iva.

Tuttavia, nel caso in cui, a seguito della trasformazione, i **beni non confluissero in una attività commerciale** (es. **trasformazione da società di capitali in ente non commerciale che svolge unicamente attività istituzionale**), si dovrebbe ritenere che, simmetricamente a quanto previsto con riferimento alle imposte dirette, detti beni siano **assoggettati ad Iva** sulla base del loro **valore normale** in quanto destinati a finalità estranee all'impresa.

IMPOSTA DI REGISTRO

La trasformazione, al pari delle altre modifiche statutarie, è soggetta all'imposta di registro in **misura fissa di euro 200**.

IMPOSTE IPOTECARIE E CATASTALI

Qualora la società trasformata fosse proprietaria di beni immobili, appare ormai consolidato l'orientamento per cui risultano dovute tali imposte nella **misura fissa di euro 200**.

La *Fusione*

Secondo quanto stabilito dall'**art. 2501 c.c.** «la fusione di più società può eseguirsi mediante la *costituzione di una nuova società*, o mediante l'*incorporazione* in una società di una o più altre». Tale disposizione, rubricata «*forme di fusione*», non definisce in alcun modo l'operazione, limitandosi ad indicare le modalità – le **forme**, appunto – attraverso le quali la stessa può avere luogo, ovverosia: mediante la costituzione di una nuova società, quale «risultante» della fusione delle due o più società partecipanti (c.d. *fusione propria* o *fusione in senso stretto*); oppure mediante l'incorporazione in una società preesistente, di una o più altre società (*fusione per incorporazione*).

La fusione per incorporazione suole poi distinguersi in *fusione diretta (forward merger)*, qualora l'incorporante sia la controllante della incorporata e *fusione inversa (reverse merger)*, qualora l'incorporante sia la controllata.

Ancora, la fusione può essere qualificata come **omogenea** qualora venga realizzata fra società dello stesso tipo, oppure, **eterogenea**, qualora venga realizzata fra società di tipo diverso o fra enti diversi (nei limiti consentiti dalla disciplina della trasformazione eterogenea).

Il procedimento per mezzo del quale si compie l'operazione di fusione è caratterizzato da alcune fasi fondamentali:



La redazione del **progetto di fusione** non è altro che un adempimento propedeutico alla fusione e spetta in via **esclusiva** agli **amministratori**. La fusione, infatti, oltre che configurarsi come una modifica dell'atto costitutivo, si configura anche come un «*atto di gestione*» dell'impresa, finalizzato ad ottimizzare le capacità produttive della società.

Dal punto di vista giuridico l'atto di gestione si sostanzia in una **proposta** indirizzata ai **soci** al fine di renderla esecutiva. Inoltre, la redazione del progetto di fusione **non può essere oggetto di delega ad uno o più amministratori** ma resta di **esclusiva competenza** dell'**organo amministrativo**.

Il fine del **progetto di fusione**, introdotto in Italia dal D.Lgs. n. 22/1991, è quello di privilegiare una maggiore informativa e trasparenza dell'operazione stessa. Nel progetto di fusione vengono infatti previste alcune **indicazioni minime indispensabili** alla sua redazione; tali informazioni riguardano:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale **conguaglio in denaro** (che, si ricorda, **non può essere superiore al 10%** del valore nominale delle azioni e/o quote che risultano assegnate a seguito della fusione);
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore degli amministratori delle società partecipanti alla fusione».

Il **progetto di fusione** si colloca quindi fra gli **adempimenti propedeutici** alla fusione stessa, obbligo che ricade su tutte le società partecipanti alla fusione.

Va da sé come il progetto di fusione debba essere sì presentato da **tutte le società partecipanti** all'operazione, ma si tratta pur sempre di un **documento unico; differenti** saranno invece le **relazioni degli amministratori** accompagnatorie del progetto in quanto l'operazione dovrà essere vista dall'angolazione propria di ogni singola società.

Esaminando gli **elementi essenziali** nel progetto di fusione, oltre agli aspetti per così dire “anagrafici” (tipo, denominazione, sede sociale), **particolare importanza** riveste la disposizione intesa ad evidenziare l'**atto costitutivo della società risultante dalla fusione, o dell'incorporante**, con le modifiche resesi necessarie a seguito della fusione stessa.

La necessità di evidenziare l'atto costitutivo nel progetto di fusione deve essere letta in relazione a quanto previsto dall'art. 2502 cod. civ., il quale prevede che per deliberare la fusione i **soci delle società partecipanti** debbano **approvare i rispettivi progetti di fusione**: è quindi **necessario conoscere** il testo dell'**atto costitutivo della società risultante dalla fusione o dell'incorporante** per poter decidere con cognizione di causa.

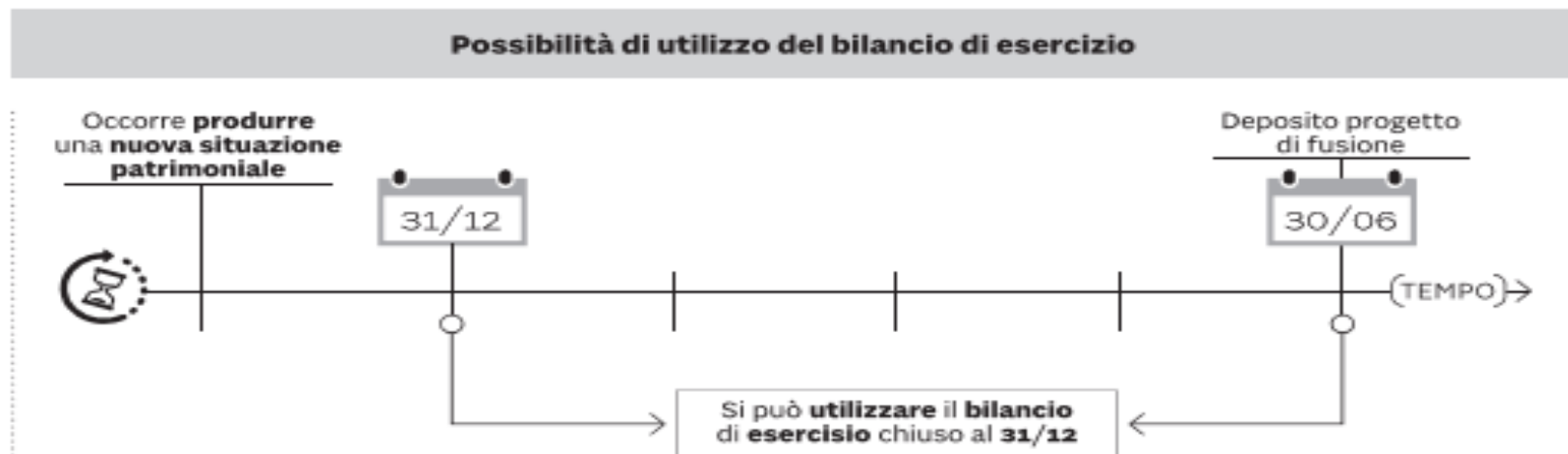
Pubblicità del progetto di fusione

L'**art. 2501-ter comma 3 c.c.** stabilisce che *«il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel Registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. In alternativa al deposito presso il Registro delle imprese, il progetto di fusione è pubblicato nel sito Internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione».*

La medesima norma, al **comma 4**, prevede inoltre che *«tra l'iscrizione o la pubblicazione nel sito Internet del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno **trenta giorni**, salvo che i soci rinuncino al termine con **consenso unanime**».*

Un altro documento che deve essere reso disponibile ai **soci**, prima, e ai terzi creditori poi, è costituito dalla **situazione patrimoniale** delle società partecipanti alla fusione. Tale strumento informativo deve essere **redatto** dagli **amministratori** delle suddette società al fine di offrire un'**informazione contabile aggiornata** delle società interessate.

La situazione patrimoniale *«può essere **sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio**, se questo è stato chiuso non oltre **sei mesi prima** del giorno del deposito o della pubblicazione»* del progetto di fusione. In tal modo si può **ovviare** al problema dell'**onerosità** della **predisposizione della situazione patrimoniale**.



L'art. 1 comma 2 lettera c) D.Lgs. 22 giugno 2012 n. 123 ha introdotto l'ultimo comma dell'art. 2501-*quater* c.c., il quale prevede che «*la situazione patrimoniale non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto in ciascuna delle società partecipanti alla fusione*».

Il progetto di fusione, oltre ad essere corredato della redazione della situazione patrimoniale, va anche accompagnato dalla **relazione** dell'**organo amministrativo** che deve illustrare e giustificare, sotto il *profilo giuridico ed economico*, il progetto di fusione ed in particolare il **rapporto di cambio** delle **azioni** o delle **quote**. La relazione può, tuttavia, essere **omessa** qualora vi sia l'**unanimità** dei **consensi** dei **soci** e dei **possessori di altri strumenti finanziari** che attribuiscono il **diritto di voto** in ciascuna delle società partecipanti alla fusione.

La determinazione del **rapporto di concambio** è sicuramente l'aspetto più delicato e complesso della fusione. Per questo motivo è stato previsto che uno o più **esperti**

(scelti tra i soggetti iscritti nell'albo dei **revisori legali** o tra le **società di revisione**; **nominati** dal **Tribunale** del luogo in cui ha sede la società se l'incorporante o la società risultante dalla fusione è una **S.p.a.** o **S.a.p.a.**; dalla **Società** stessa, negli altri casi)

devono redigere una **relazione** sulla **congruità** del **rapporto di cambio** delle azioni o delle quote che indichi:

- il **metodo** o i metodi (**patrimoniale, reddituale, misto o finanziario**) seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi;
- le eventuali **difficoltà di valutazione** (es. valutazione di crediti non esigibili, brevetti, marchi, ecc.).

In particolare, gli esperti devono attestare che il rapporto di cambio **non sia squilibrato**, ovvero che:

- non crei ingiustificatamente **danno** ai **soci** di una società rispetto a quelli di un'altra;
- **non crei vantaggi** a favore dei soci di una società partecipante alla fusione e non a quelli di un'altra.

Relazione di stima del **patrimonio sociale**

Nell'ipotesi di fusione ***tra società di persone in società di capitali***, vale a dire, qualora:

- **almeno una** delle società partecipanti alla fusione sia una **società di persone**;
- la società risultante dalla fusione, nel caso di *società di nuova costituzione*, sia una **società di capitali** ovvero, nel caso di *società preesistente*, sia una **società di capitali** che per effetto della fusione **aumenti il proprio capitale sociale**;

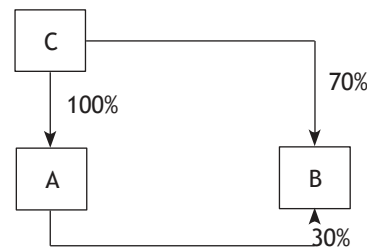
l'esperto o gli esperti devono effettuare **anche** la **relazione di stima del patrimonio** della **società di persone** che **non** è, invece, **necessaria** nel caso di incorporazione in **società di capitali preesistenti di società di persone interamente possedute** o nel caso in cui **non si proceda ad aumento di capitale** della **incorporante società di capitali**, stante l'identità soggettiva e quantitativa delle compagini sociali.

Nel caso di **incorporazione in società di capitali di società di persone** nella quale i **soci** della **incorporante** assicurino le **azioni o quote** da assegnare in **concambio** ai **soci** della **società di persone incorporata** mediante «***restringimento***» delle loro partecipazioni nella società incorporante di capitali, si farà luogo alla **relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio**, ma gli stessi **non** saranno **tenuti** alla **relazione di stima del patrimonio della società**, in quanto tale **relazione presuppone** necessariamente una imputazione del **conferimento** a capitale sociale e/o a sovrapprezzo.

Le massime del Consiglio notarile di Milano (n. 23 del marzo 2004) ritengono **non necessaria** la **relazione dell'esperto** sulla **congruità del rapporto di concambio** nelle seguenti fattispecie:

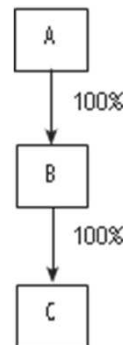
- fusione di due (o più) società interamente possedute da una terza (o comunque da un unico soggetto);
- fusione di due (o più) società una delle quali interamente posseduta da una terza, e l'altra posseduta in parte da quest'ultima e per la restante parte dalla prima.

Esempio



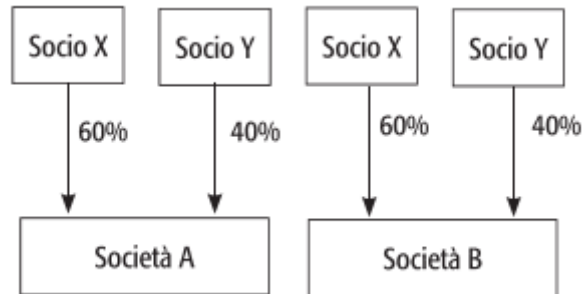
A e B si fondono **senza** necessità della **relazione dell'esperto**.

- fusione di tre (o più) società interamente possedute «a cascata»



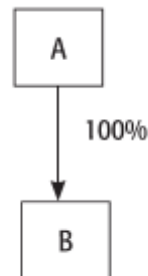
A, B e C si fondono **senza** necessità della **relazione dell'esperto**.

- fusione di due (o più) società i cui soci sono i medesimi, secondo le medesime percentuali ed i medesimi diritti



A e B si fondono **senza** necessità della **relazione dell'esperto**.

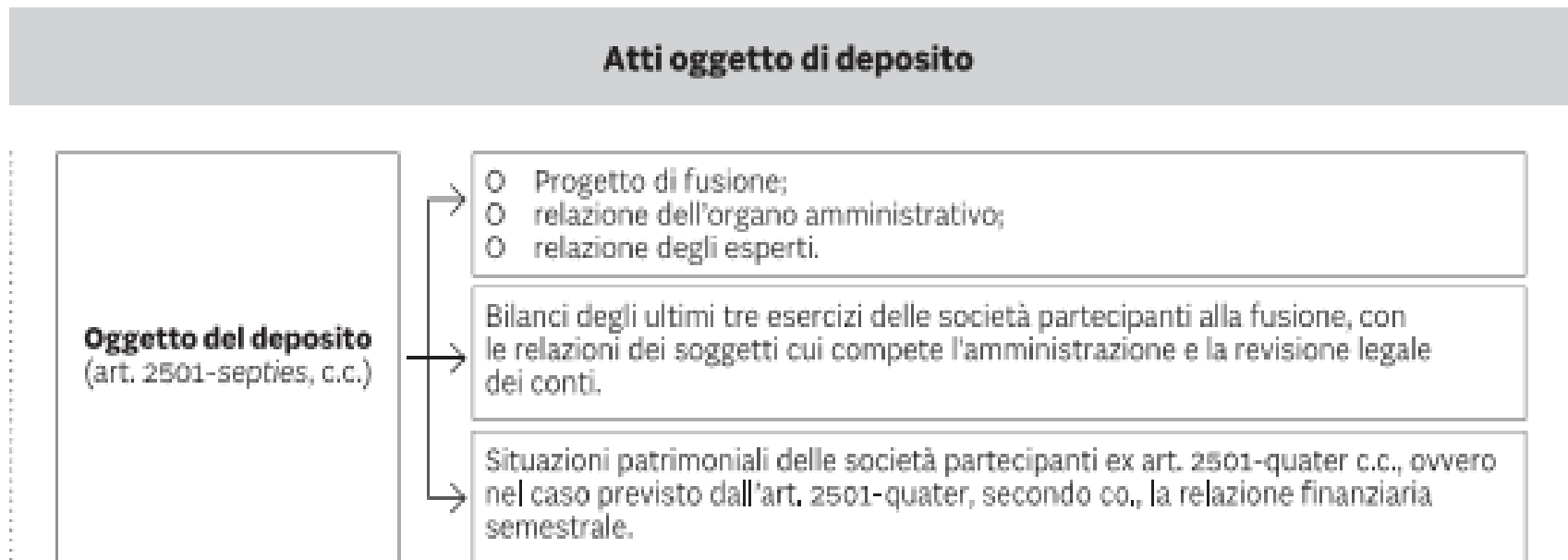
- fusione «inversa» (della controllante nella controllata interamente posseduta)



B incorpora A **senza** necessità della **relazione dell'esperto**.

Diritto di **informazione, deposito o pubblicazione**

Il deposito o la pubblicazione degli atti necessari per deliberare la fusione è un'integrazione del diritto e del dovere di informazione, rispettivamente, dei soci e degli amministratori. E' indispensabile, infatti, eseguire il deposito o la pubblicazione per poter regolarmente procedere alla deliberazione assembleare dell'operazione di fusione.



Gli atti oggetto di deposito «devono restare depositati in copia nella **sede** delle **società partecipanti** alla fusione, ovvero pubblicati sul sito **Internet** delle stesse, durante i **30 giorni** che precedono la decisione in ordine alla fusione, salvo che i **soci rinuncino** al termine con **consenso unanime**, e finché la fusione sia decisa».

Aspetti Contabili

Capitale sociale

Con riguardo al capitale sociale delle società coinvolte nella fusione, si verifica:

- in ogni caso l'**annullamento** delle **azioni** o **quote** delle **società** destinate ad essere **fuse** o **incorporate**;
- l'**aumento** del **capitale sociale** della **società risultante** dalla **fusione** in tutti i casi in cui le **azioni** o quote delle società fuse o incorporate sono detenute da **soggetti diversi** dall'incorporante;
- l'attribuzione ai soci delle società fuse o incorporate, in sostituzione delle azioni o quote annullate, delle **azioni** o **quote** della **nuova società** risultante dalla fusione o della società incorporante.

Tali operazioni, si traducono, dal punto di vista contabile nella rilevazione di:

- **avanzi e disavanzi da annullamento** nel caso in cui **non** vi sia **corrispondenza** tra il valore della **partecipazione** detenuta nella **società incorporata/fusa**, **annullata** a seguito della fusione, e la **corrispondente quota** di patrimonio netto della **società incorporata/fusa**;
- **avanzi o disavanzi da concambio** nel caso in cui **non** vi sia **corrispondenza** tra:
 - il **capitale sociale** della **società risultante dalla fusione** e il **patrimonio netto** delle **società fuse**;
 - l'**aumento di capitale sociale** effettuato dalla società **incorporante** (al servizio dei soci terzi) e la **quota di patrimonio netto** della **società incorporata** di pertinenza dei **soci terzi**.

Differenze da **annullamento**

Le differenze risultanti dall'annullamento della **partecipazione** nel **bilancio** dell'**incorporante** o della **fusa** possono dar luogo a:

- **disavanzo da annullamento**, corrispondente alla **differenza positiva** tra il valore delle partecipazioni annullate e la corrispondente quota di patrimonio netto, non è altro che la rappresentazione del **maggior valore** della **partecipazione** nella **incorporata**, **rispetto** alla corrispondente **quota di patrimonio netto** contabile. La sua emersione rappresenta:
 - le **plusvalenze latenti** sui beni aziendali o l'**avviamento**;
 - il «**cattivo affare**» fatto dall'incorporante con l'acquisto della partecipazione;
 - le **rivalutazioni** subite dalla **partecipazione** nel corso del tempo per effetto delle leggi speciali di rivalutazione mentre i **beni** della società partecipata **non sono stati rivalutati**;
 - che le **perdite** della **partecipata** subite dalla data di acquisto della partecipazione alla data della fusione non sono state ritenute durevoli e **non hanno provocato** una corrispondente **svalutazione della partecipazione**;
- **avanzo da annullamento**, corrispondente alla **differenza negativa** tra il valore delle partecipazioni annullate e la corrispondente quota di patrimonio netto, può rappresentare il fatto che l'incorporante abbia fatto un «**buon affare**» nell'acquisto della partecipazione ovvero che le **attività** dell'incorporata siano **sopravvalutate**, che le **passività** siano **sottovalutate** o infine che siano previste **perdite future**.

ESEMPIO
FUSIONE PER INCORPORAZIONE CON PARTECIPAZIONE TOTALITARIA
IMPUTAZIONE DEL **DISAVANZO DA ANNULLAMENTO**

[La società Alfa incorpora la società Beta detenuta al 100%. Ipotizziamo che il valore della partecipazione detenuta in Beta iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale di Alfa sia pari a 1.000, mentre il patrimonio netto di Beta sia pari a 600]

A seguito dell'operazione la società **incorporante** dovrà **annullare** il **valore** della **partecipazione (1.000)** contro il **valore** del **patrimonio netto (600)** della società **incorporata** che costituirà un **disavanzo da annullamento** pari a **400**.

Nel **bilancio di fusione** il **disavanzo** viene iscritto nell'**attivo patrimoniale** e successivamente imputato:

- a) a *incremento* del **costo** dei **beni** della società **incorporata**, in quanto il loro valore di mercato risulta superiore al rispettivo valore contabile (*plusvalenze latenti*);
- b) a titolo di *avviamento* per la **quota non assorbita dai beni** a condizione che sia effettivamente ad esso **imputabile ed esistente**. Diversamente, nel caso in cui il disavanzo sia generato da un «**cattivo affare**» e **non trovi giustificazione** né nel maggiore valore degli elementi patrimoniali della società incorporata o fusa né nell'avviamento da essa prodotto, **non potrà essere iscritto nell'attivo** ma:
- c) dovrà essere imputato a **conto economico** come componente negativo in qualità di *perdita di fusione*.

Scritture contabili dell'incorporante

L'incorporante dovrà rilevare le attività e le passività di Beta, **annullare la partecipazione** in Beta e iscrivere per la **differenza il disavanzo da fusione** (da annullamento):

<i>Diversi</i>	a	<i>Diversi</i>		
Attività di Beta			1.100	
Disavanzo da fusione			400	
		Passività di Beta		500
		Partecipazione in Beta		1.000

Nel caso di **plusvalenze latenti (a)** e di **avviamento (b)**:

<i>Diversi</i>	a	Disavanzo da fusione		400
Attività			300	
Avviamento			100	

Nel caso di **plusvalenze latenti (a)** e di **perdita di fusione (c)**, se l'azienda non ha prospettive di reddito futuro e non può iscrivere l'avviamento:

<i>Diversi</i>	a	Disavanzo da fusione		400
Attività			300	
Costo di esercizio			100	

Società Alfa			
Attività	1.500	Passività	1.200
Partecip. Beta	1.000	Cs	800
		Riserve	500

100 %
↓

Società Beta			
Attività	1.100	Passività	500
		Pn	600

Società Alfa			
Attività	2.600	Passività	1.700
(Alfa+Beta)		(Alfa+Beta)	
Disavanzo di fusione	400	Cs	800
		Riserve	500

POST FUSIONE
>
>

↓

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{Partecipazione Beta} & 1.000 \\
 \cdot & (\text{attività} - \text{passività Beta}) = \text{PN} & 600 \\
 \hline
 = & \text{Disavanzo di fusione} & 400
 \end{array}$$

ESEMPIO
FUSIONE PER INCORPORAZIONE CON PARTECIPAZIONE TOTALITARIA
IMPUTAZIONE DELL'AVANZO DA ANNULLAMENTO

[La società Alfa incorpora la società Beta detenuta al 100%. Ipotizziamo che il valore della partecipazione detenuta in Beta iscritto nell'attivo dello stato patrimoniale di Alfa sia pari a 300, mentre il patrimonio netto di Beta sia pari a 400]

A seguito dell'operazione la società **incorporante** dovrà **annullare** il **valore** della **partecipazione (300)** contro il **valore** del **patrimonio netto (400)** della società **incorporata** che costituirà un **avanzo da annullamento** pari a **100**.

Nel **bilancio di fusione** l'**avanzo** viene iscritto nel **passivo patrimoniale** e successivamente imputato:

- a) a *fondo rischi per oneri e perdite di fusione (fondo oneri futuri)* utilizzabile a fronte delle **perdite attese**;
- b) a *riserva reintegro redditi* (una specifica **riserva del patrimonio netto**) della **società risultante dalla fusione** nel caso in cui l'avanzo sia generato da un «**buon affare**».

Scritture contabili dell'incorporante

L'incorporante dovrà rilevare le attività e le passività di Beta, **annullare** la **partecipazione** in Beta e iscrivere per la **differenza** l'**avanzo di fusione** (da annullamento):

Attività di Beta	a	Diversi	900	
		Avanzo di fusione		100
		Passività di Beta		500
		Partecipazione in Beta		300

Nel caso di **fondo rischi** per oneri e perdite di fusione (fondo oneri futuri) (a) :

Avanzo di fusione	a	Fondo oneri futuri	100	100
-------------------	---	--------------------	-----	-----

a causa della previsione di perdite future, l'**utilizzo** del **fondo** dovrà avvenire nell'**esercizio** o negli **esercizi futuri** in cui tali perdite si manifesteranno con relativa rilevazione a conto economico del componente positivo di reddito.

Nel caso di **riserva** del **patrimonio netto** di reintegro redditi (b) :

Avanzo di fusione	a	Riserva di Pn	100	100
-------------------	---	---------------	-----	-----

Società Alfa			
Attività	1.500	Passività	800
Partecip. Beta	300	Cs	500
		Riserve	500

100%
↓

Società Beta			
Attività	900	Passività	500
		Cs	300
		Riserve	100

POST FUSIONE

Società Alfa			
Attività (Alfa+Beta)	2.400	Passività (Alfa+Beta)	1.300
		Cs	500
		Riserve	500
		Avanzo da fusione	100

$$\begin{array}{rcl}
 & \text{Partecipazione Beta} & 300 \\
 \cdot & (\text{attività} - \text{passività Beta}) = \text{PN} & 400 \\
 \hline
 = & \text{Avanzo di fusione} & -100
 \end{array}$$

Differenze da **concambio**

La differenza da concambio scaturisce dal **confronto** tra:

- il **capitale sociale** della **società risultante dalla fusione** con il **patrimonio netto** delle **società fuse**;
- l'**aumento del capitale sociale** della **società incorporante** e la **quota parte del patrimonio netto** della **società incorporata** in possesso dei **soci terzi**.

Differenze da concambio			
Capitale sociale della società risultante dalla fusione		Pn delle società fuse	Disavanzo da concambio
Aumento capitale società incorporante	>	% Pn incorporata in mano ai soci terzi	=
Aumento capitale società incorporante		% Pn incorporata in mano ai soci terzi	Avanzo da concambio
Capitale sociale della società risultante dalla fusione	<	Pn delle società fuse	=

L'operazione di fusione deve avvenire in modo da garantire il **mantenimento** di **posizioni analoghe** a quelle occupate precedentemente dalle compagini sociali delle società coinvolte.

Il **rapporto di concambio** esprime il **numero** di **azioni** della **società risultante dalla fusione o incorporante** che devono essere assegnate **ai soci** delle **società fuse o incorporate** per ogni azione da questi possedute nelle società fuse o incorporate. Per determinare il suddetto rapporto di concambio occorre confrontare i **valori reali** delle **due società**.

Nel caso di **fusione pura** nella quale, a seguito dell'unione della società Alfa e della società Beta, venga costituita una nuova società Gamma, il rapporto di concambio dovrà essere calcolato separatamente per ciascuna società fusa, in particolare:

$$\text{Rapporto di concambio per i soci Alfa} = \frac{\text{Numero azioni di Gamma da assegnare ai soci di Alfa}}{\text{Numero complessivo azioni di Alfa}}$$

$$\text{Rapporto di concambio per i soci Beta} = \frac{\text{Numero azioni di Gamma da assegnare ai soci di Beta}}{\text{Numero complessivo azioni di Beta}}$$

Il numero di azioni da assegnare ai soci di Alfa e Beta deve essere determinato tenendo in considerazione il **valore** del **capitale economico** delle **due società**:

$$\begin{aligned} \text{Ce (Alfa)} &= \text{Capitale economico di Alfa (fusa)} \\ \text{Ce (Beta)} &= \text{Capitale economico di Beta (fusa)} \\ \text{Ce (Gamma)} &= \text{Ce (Alfa)} + \text{Ce (Beta)} \end{aligned}$$

Si procede con il calcolo del **peso relativo** di **ciascuna società** rispetto al nuovo capitale economico di Gamma (assunto pari alla somma dei capitali economici delle società fuse):

$$\frac{Ce \text{ (Alfa)}}{Ce \text{ (Gamma)}} = X$$

$$\frac{Ce \text{ (Beta)}}{Ce \text{ (Gamma)}} = X$$

Moltiplicando, infine, la percentuale trovata per il nuovo capitale sociale della società Gamma (solitamente pari alla somma dei capitali sociali delle società fuse) e dividendo per il valore nominale unitario delle azioni Gamma si ottiene il numero di azioni da assegnare ai soci di Alfa e Beta.

In ipotesi di **fusione per incorporazione**, il concambio è calcolato in funzione del seguente rapporto:

$$\text{Rapporto di concambio} = \frac{\text{n. azioni incorporante da assegnare ai soci dell'incorporata}}{\text{n. azioni possedute dai soci dell'incorporata}}$$

Per determinare il suddetto rapporto di concambio occorre confrontare i **valori reali** delle **due società**:

$$\text{Rapporto di concambio} = \frac{\text{Valore reale azione società incorporata}}{\text{Valore reale azione società incorporante}}$$

Ce (Alfa) = Capitale economico di Alfa (incorporata)

Ce (Beta) = Capitale economico di Beta (incorporante)

N(Alfa) = Numero azioni in cui è suddiviso il capitale sociale di Alfa

N(Beta) = Numero azioni in cui è suddiviso il capitale sociale di Beta

RDC = rapporto di concambio

$$\text{RDC} = \frac{\text{Ce (Alfa)}/\text{N(Alfa)}}{\text{Ce (Beta)}/\text{N(Beta)}} = \frac{\text{Ce (Alfa)}}{\text{Ce (Beta)}} \times \frac{\text{N(Beta)}}{\text{N(Alfa)}}$$

Tale rapporto evidenzia il numero di azioni della società incorporante spettante ai soci a fronte della sostituzione delle vecchie azioni con il capitale sociale della società incorporante.
Moltiplicando il numero delle azioni oggetto di annullamento N(Alfa) per il rapporto di cambio si ottiene l'aumento di capitale che l'incorporante deve deliberare.

ESEMPIO

FUSIONE PROPRIA - RAPPORTO DI CONCAMBIO

[La società Alfa e la società Beta si fondono mediante costituzione della nuova società Gamma. Il capitale sociale della società Gamma è stabilito nella misura di 1.160 ed è costituito da n°1.160 azioni da euro 1]

$$\frac{\text{Ce (Alfa)}}{\text{Ce (Gamma)}} = \frac{1.015}{1.450} = 70\%$$
$$\frac{\text{Ce(Beta)}}{\text{Ce (Gamma)}} = \frac{435}{1.450} = 30\%$$

$$\text{Ce (Gamma)} = \text{Ce (Alfa)} + \text{Ce (Beta)} = 1.015 + 435 = 1.450$$

Il peso relativo di ciascuna società rispetto al nuovo **capitale economico (Ce)** di Gamma è pari a:

- ai **soci di Alfa** verranno assegnate complessivamente **812 azioni** di Gamma pari al 70% del capitale sociale di Gamma 1.160;
- ai **soci di Beta** verranno assegnate complessivamente **348 azioni** di Gamma pari al 30% del capitale sociale di Gamma 1.160.

I **rapporti di cambio** tra azioni vecchie ed azioni nuove (Ce di Gamma 1.160) sono pertanto i seguenti:

$$\text{Rapporto di concambio per i soci Alfa} = \frac{812}{1.015} = 4/5$$

Vale a dire **4 azioni di Gamma ogni 5 azioni** vecchie di **Alfa**

$$\text{Rapporto di concambio per i soci Beta} = \frac{348}{145} = 12/5$$

Vale a dire **12 azioni di Gamma ogni 5 azioni** vecchie di **Beta**

	Società Alfa (pre fusione)	Società Beta (pre fusione)	Società Gamma
Soci di Alfa	1.015		812
Soci di Beta		145	348
Capitale sociale	e 1.015	e 145	e 1.160

Società Alfa			
Attività	1.300	Passività	285
		Pn	1.015

Società Gamma			
Attività	1.800	Passività	640
		(Alfa + Beta)	
		Cs	1.160

↑
Fusione
↓

POST FUSIONE

Società Beta			
Attività	500	Passività	355
		Pn	145

Imputazione del **disavanzo da concambio**

Si ipotizzi che la società **Alfa** sia la **società risultante dalla fusione** e che **Beta e Gamma** siano le **società fuse**. Nel caso in cui il capitale sociale della nuova società risultante dalla fusione (Alfa) sia deliberato per un importo (1.500) superiore alla somma dei patrimoni netti (1.000) delle due società fuse (Beta e Gamma), la società Alfa deve rilevare un **disavanzo da concambio** di 500. Si ipotizzi che:

- il capitale sociale di Alfa sia deliberato pari a 1.500;
- i patrimoni netti di Beta e Gamma siano entrambi pari a 500;
- il rapporto di concambio sia pari ad 1/1 per Beta e a 2/1 per Gamma.

L'imputazione del disavanzo da concambio avverrebbe nel seguente modo:

<i>Diversi</i>	a	Capitale sociale Alfa		1.500
Azionisti Beta (Rapporto di cambio 1/1 di 500)			500	
Azionisti Gamma (Rapporto di cambio 2/1 di 500)			1.000	
Attività Beta + Gamma	a	<i>Diversi</i>	2.000	
		Passività Beta + Gamma		1.000
		Società Beta c/fusione	(patrim.netto)	500
		Società Gamma c/fusione	(patrim.netto)	500

<i>Diversi</i>	a	<i>Diversi</i>		
Società Beta c/fusione			500	
Società Gamma c/fusione			500	
Disavanzo di fusione			500	
		Azionisti Beta		500
		Azionisti Gamma		1.000

<i>Riserve</i>	a	<i>Disavanzo da concambio</i>	500	500
----------------	---	-------------------------------	-----	-----

Il **disavanzo da concambio** viene imputato direttamente (riserve) in diminuzione del patrimonio netto (1.500), in modo tale che il **patrimonio netto *post* fusione** (1.000) sia **pari** alla **somma dei patrimoni netti delle società fuse** (500).

Imputazione di **avanzo da concambio**

Riprendendo l'esempio precedente si ipotizzi che la società Alfa sia la società risultante dalla fusione e che Beta e Gamma siano le società fuse. Nel caso in cui il capitale sociale della nuova società risultante dalla fusione (Alfa) sia deliberato per un importo pari a 500 inferiore alla somma dei patrimoni netti (1.000) delle due società fuse (Beta e Gamma), la società Alfa deve rilevare un **avanzo da concambio** di 500.

Azionisti Beta e Gamma	a	Capitale sociale Alfa	500	500
Attività Beta + Gamma	a	Diversi	2.000	
		Passività Beta + Gamma		1.000
		Società Beta c/fusione		500 (patrim.netto)
		Società Gamma c/fusione		500 (patrim.netto)
Diversi	a	Diversi		
		Società Beta c/fusione	500	
		Società Gamma c/fusione	500	
		Azionisti Beta e Gamma		500
		Avanzo da concambio		500

L'**avanzo**, ai sensi dell'art. 2504-*bis*, co. 4 c.c., dovrà essere imputato a una specifica voce del **patrimonio netto** se deriva da un «**buon affare**», ovvero, quando sia dovuto a previsioni di risultati economici sfavorevoli (**perdite**), a una voce dei **fondi per rischi ed oneri**.

Nel nostro **esempio** l'avanzo da concambio viene imputato direttamente ad apposita voce del **patrimonio netto**, in quanto non relativo alla previsione del conseguimento di perdite future.

Avanzo da concambio	a	Riserve	500	500
---------------------	---	---------	-----	-----

Aspetti Fiscali

Imposte Dirette

Neutralità fiscale dell'operazione di fusione

Ai sensi del primo comma dell'**art. 172 T.U.I.R.** «la fusione tra più società **non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze** dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle **rimanenze** e il valore di **avviamento**».

Il patrimonio della società estinta (fusa o incorporata) confluisce all'interno di quello della società incorporante o risultante dalla fusione **senza** che tale circostanza determini un «**realizzo fiscale**» delle relative componenti.

I singoli elementi patrimoniali della società estinta, dunque, all'atto della compenetrazione nel patrimonio dell'incorporante o risultante dalla fusione, non daranno luogo a plus/minusvalori fiscalmente rilevanti imputabili alla differenza tra il corrispondente costo fiscalmente riconosciuto ed il loro valore corrente alla data di effetto della fusione.

Tra i **beni «neutralmente trasferiti»** rientrano altresì i beni immateriali (l'avviamento) e le immobilizzazioni finanziarie.

Le poste di equilibrio contabile delle fusioni, i cd. «**avanzi e disavanzi**» **non assumono alcuna rilevanza fiscale** nella determinazione del reddito della società incorporante o risultante dalla fusione, come espressamente indicato al **comma 2 dell'art. 172 del Tuir**.

Neutralità fiscale in capo ai soci

La fusione è neutrale anche in relazione alle posizioni soggettive dei singoli soci. Il terzo comma dell'art. 172 del TUIR dispone che *«il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporata o fusa»*.

Le partecipazioni nella società incorporante o risultante dalla fusione ottenute dai soci delle società incorporate o fuse non sono altro che una **diversa rappresentazione formale del pregresso investimento**.

Per effetto dell'annullamento delle partecipazioni, potrebbe essere riconosciuta al socio un'integrazione monetaria (**conguaglio in denaro**) alle quote di partecipazione nella società incorporante o risultante dalla fusione a lui assegnate.

Tale somma percepita dal **socio persona fisica** al di fuori dell'attività d'impresa è tassata come **reddito di capitale**.

Se il conguaglio spetta ad una **persona fisica nell'ambito dell'attività d'impresa** o ad un **soggetto IRES**, il conguaglio è suscettibile di generare una **plusvalenza** da assoggettare a tassazione.

Riporto delle **perdite**

*Ai sensi dell'art. 172 TUIR, comma 7, «le perdite delle società che partecipano alla fusione, compresa la società incorporante, possono essere portate **in diminuzione** dal reddito della società risultante dalla fusione o incorporante per la parte che **non eccede** l'ammontare del rispettivo **patrimonio netto** quale risulta dall'ultimo bilancio o, **se inferiore** dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-quater del codice civile, **senza tener conto dei conferimenti e versamenti effettuati negli ultimi 24 mesi** anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa e **sempre che dal conto economico della società le cui perdite sono riportabili** relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata risulti un ammontare di **ricavi e proventi dell'attività caratteristica** e un ammontare delle **spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi** di cui all'art. 2425 del codice civile **superiore al 40%** di quello risultante dalla **media degli ultimi due esercizi anteriori**».*

Il riporto in capo alla società incorporante o risultante dalla fusione delle perdite delle società incorporate o fuse è possibile solo nel rispetto di specifici **requisiti**, determinati con l'obiettivo di **contrastare** la fusione di "**scatole vuote**" o cariche solo di perdite da portare "in dote" all'incorporante, ma ormai svuotate di ogni concreta operatività.

La ratio delle limitazioni poste dall'art.172 TUIR, comma 7, è quella di contrastare il c.d. commercio di "**bare fiscali**" mediante la realizzazione di fusioni con società prive di capacità produttiva poste in essere al fine di attuare la compensazione intersoggettiva delle perdite fiscali di una società con gli utili imponibili dell'altra (**Risposta Interpello n. 254 del 10/05/2022**).

Imposte Indirette

IVA

Le operazioni di fusione non rilevano ai fini dell'imposta sul valore aggiunto, il **trasferimento di beni** operato a seguito dell'operazione è da considerarsi pertanto **non soggetto ad IVA**.

Iva e posizioni soggettive dell'incorporata

Il principio generale di successione universale dell'incorporante nelle posizioni dell'incorporata assume rilevanza anche in ambito IVA. Il principio della successione delle posizioni soggettive in ambito IVA, infatti, comporta ad esempio che:

- l'**incorporante subentra** nell'eventuale **plafond IVA** dell'**incorporata** fino alla data di perfezionamento della fusione;
- è traslato sull'**incorporante** l'obbligo di **rettifica** della **detrazione** per la parte concernente l'**IVA assolta** dalle **società fuse o incorporate** sull'acquisto dei beni ammortizzabili facenti parte del loro patrimonio.

IMPOSTA DI REGISTRO

L'imposta di registro trova **sempre applicazione** con riferimento a tutti gli atti pubblici (quindi anche quelli di fusione).

IMPOSTE IPOTECARIE E CATASTALI

Le imposte ipotecarie e catastali trovano applicazione **solo ed esclusivamente** nel caso in cui, nell'ambito dell'operazione di fusione, vengano **trasferiti** anche **beni immobili**.

(MERGER) LEVERAGE BUY OUT

Leverage Buy Out (LBO)

L'operazione di **Leverage Buy Out** («**LBO**») rappresenta una tecnica di **acquisto** delle **partecipazioni di controllo** di una società («**Target**»), caratterizzata dal fatto che una **parte dei mezzi finanziari** per il **pagamento** del prezzo (e più in generale dei costi relativi all'operazione) viene fornita attraverso prestiti onerosi (**debito finanziario**).

Il ricorso alla «**leva finanziaria**» fa affidamento sulla **capacità di indebitamento** della **Target** e sulla circostanza che, attraverso i **flussi di cassa** da questa prodotti, il debito finanziario possa essere puntualmente rimborsato.

In genere, l'operazione si conclude con la **fusione** tra il veicolo acquirente «**Special Purpose Vehicle**» (o «**SPV**») che ha ottenuto il finanziamento e la **Target**, c.d.«**Merger Leverage Buy Out**» (o «**MLBO**»), così da realizzare un «automatico» asservimento dei flussi di cassa generati dall'attività operativa di quest'ultima a servizio del debito dell'SPV.

Nonostante la piena legittimità giuridica, le operazioni di **LBO/MLBO** sono state oggetto di particolare “**attenzione**” da parte dell’Amministrazione finanziaria, che tendeva a ricondurre tali operazioni quali meri strumenti volti a consentire la **deduzione** degli **interessi passivi** e lo scomputo delle **perdite** (dell’SPV) dal reddito della Target, diversamente non possibile.

Con la **Circ. n. 6/E del 30 marzo 2016** l’**Agenzia delle Entrate**,

dopo aver chiarito che le operazioni di LBO/MLBO «*si caratterizzano per l’esistenza di una sola causa, che è costituita dall’acquisizione di un’impresa o di una partecipazione che consenta il controllo di target*»

e aver evidenziato che i **prestiti contratti da SPV** sono **funzionali** proprio all’**acquisto** della **partecipazione in Target**,

ha concluso che gli **interessi passivi** relativi a tali prestiti sono inerenti e **deducibili** sia nell’ipotesi di **fusione** (che tipicamente conclude le operazioni di **MLBO**), sia nella fattispecie in cui la compensazione intersoggettiva degli interessi avvenga mediante l’opzione per il **consolidato fiscale**.

Riconosciuta la sottostante **motivazione extra fiscale**, la citata circolare, come logica conseguenza, ha evidenziato che i conferimenti iniziali sono necessari per il compimento della medesima operazione e non certo strumentali a garantire il **recupero** delle **perdite fiscali** post fusione. Nello specifico, il suddetto chiarimento ha riguardato la «**riportabilità**» (e quindi sostanzialmente la **deducibilità**) delle **perdite** e degli **interessi passivi** del «**veicolo**» relativi al periodo fra la data di costituzione dello stesso e la data di efficacia civilistica della fusione.

La *Scissione*

La **Scissione** è l'operazione mediante la quale il patrimonio di una società (scissa) viene diviso e trasferito in tutto o in parte ad altre società già esistenti o appositamente costituite (beneficiarie) con contestuale assegnazione delle azioni o quote delle società beneficiarie ai soci della società scissa. L'ordinamento giuridico italiano, non fornisce una definizione di scissione, ma, contempla diverse «**forme di scissione**» (art. 2506 c.c.) il cui **denominatore comune** può essere rintracciato in **tre elementi soggettivi**:

- 1) la **società scissa**, che **trasferisce tutto o parte del suo patrimonio**;
- 2) le **società beneficiarie** del trasferimento;
- 3) **soci della società scissa**, destinatari delle nuove azioni o quote emesse dalle società beneficiarie.

Dal comportamento di questi elementi soggettivi derivano differenti modalità di esecuzione della scissione che può essere dunque:

- **totale**, quando la **scissa assegna integralmente il suo patrimonio alle beneficiarie**;
- **parziale**, quando l'**assegnazione alle beneficiarie** riguarda solo **parte del patrimonio della scissa**, ulteriormente suddivisa in:
 - **progressiva**, qualora la società scissa abbia la forma giuridica di società di persone mentre le beneficiarie rivestano la forma di società di capitali, siano esse neocostituite ovvero preesistenti;
 - **regressiva**, qualora la società scissa sia una società di capitali mentre le beneficiarie abbiano la forma di società di persone.

Differenze, poi, si riscontrano nelle ipotesi in cui le **beneficiarie** siano **società di nuova costituzione** ovvero **preesistenti**.

Ulteriori classificazioni

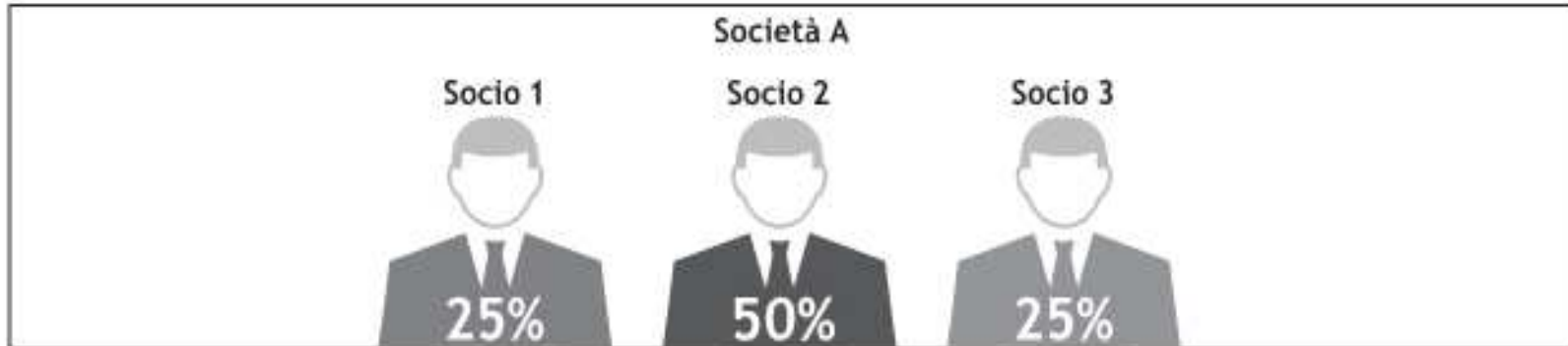
La **SCISSIONE** può essere anche distinta in:

- **per incorporazione**, che avviene quando una o più società preesistenti divengono beneficiarie dell'assegnazione del patrimonio della società scissa. Tale tipologia di scissione, a sua volta, può essere suddivisa in scissione:
 - **senza concambio**, quando la beneficiaria possiede l'intero capitale della scissa oppure è interamente posseduta dalla scissa oppure quando la beneficiaria è interamente posseduta dalla stessa società che possiede interamente anche la scissa (ovvero quando sia la scissa che la beneficiaria siano partecipate dagli stessi soggetti, secondo le stesse percentuali e gli stessi diritti);
 - **con concambio**, in tutte le altre ipotesi, tra le quali, ad esempio, quando la società beneficiaria non detiene quote di partecipazione al patrimonio della scissa;
- **in senso stretto** mediante costituzione di una nuova società, quando le beneficiarie sono società di nuova costituzione.
- **proporzionale**, quando le quote e le azioni delle società beneficiarie sono assegnate ai soci della società scissa considerando l'entità della partecipazione di questi al capitale sociale di quest'ultima;
- **non proporzionale**, quando le quote e le azioni delle società beneficiarie sono assegnate ai soci della scissa senza considerare le originarie percentuali di partecipazione, bensì attribuendo partecipazioni il cui valore complessivo equivalga al valore della partecipazione precedentemente posseduta (si considerano nel calcolo anche i conguagli).³⁶¹

ESEMPIO

SCISSIONE NON PROPORZIONALE

Prendendo a base la società A si supponga che essa abbia tre soci:



L'operazione di scissione ha come fine quello di separare il socio 2 ad opera della costituzione di una nuova società B della quale avrà partecipazione unica il socio 2. Pertanto la situazione post scissione sarà la seguente.



L'operazione non si fonda su un principio di proporzionalità perché non rispetta le percentuali di partecipazioni originarie dei soci.

Conferimento d'azienda

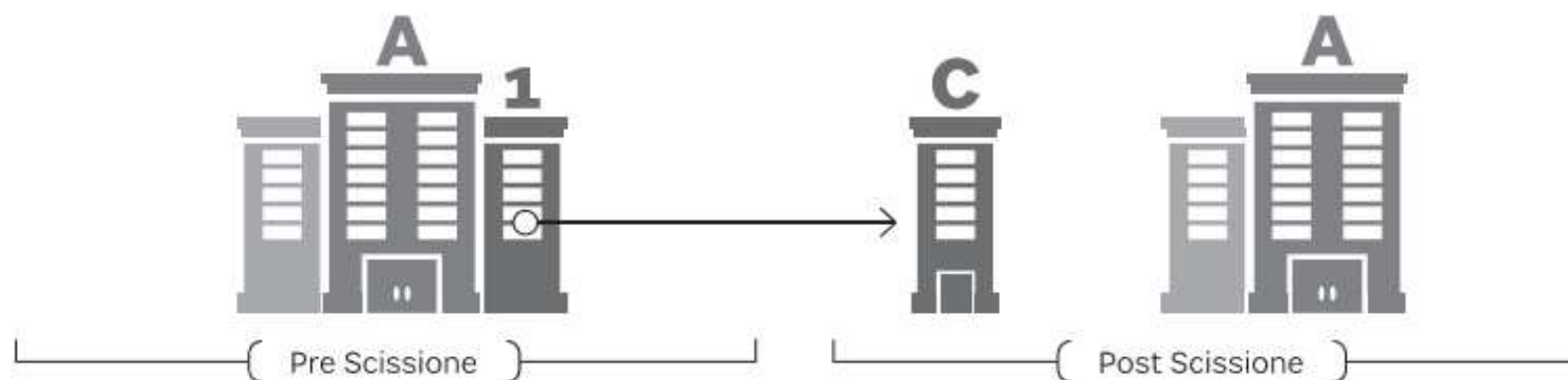
Messo a confronto con la scissione, esistono casi in cui non risulta così marcata la linea che distingue le due operazioni.

In tutte e due le operazioni, infatti, si trasferisce un **ramo d'azienda**, da una società ad un'altra, ottenendo come controprestazione **non** un **corrispettivo** ma **azioni** o **quote** della società **beneficiaria**.

La **differenza** sostanziale sta nel fatto che nella **Scissione** le azioni o quote delle beneficiarie vengono assegnate ai **soci** della **società scissa** mentre, nel caso del **conferimento**, le azioni o quote della società conferitaria vanno a far parte del patrimonio della **società conferente**.

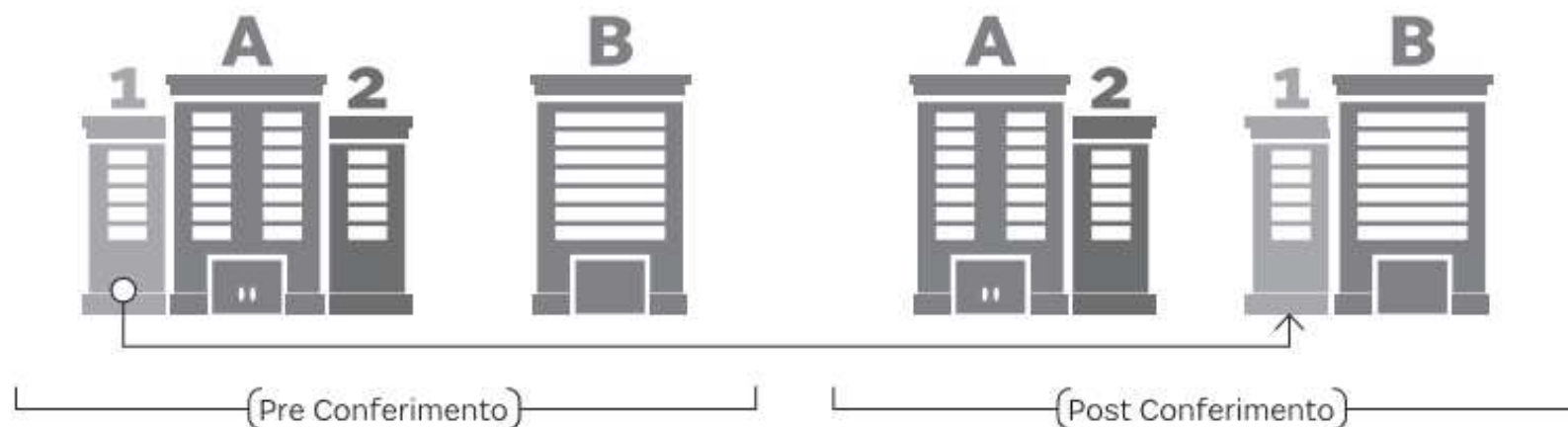
La scissione si differenzia dal conferimento anche sul **piano giuridico**, nel senso che la **Scissione** scaturisce da una decisione deliberata dall'**assemblea dei soci** mentre il **conferimento** può essere deliberato dal **consiglio di amministrazione** della conferente.

Scissione: società A si scinde parzialmente, cedendo un ramo d'azienda (1) ad una società di nuova costituzione C.



In questo caso avviene una suddivisione della realtà aziendale tra i soci della società A. Le strutture societarie non restano le stesse bensì vengono a formarsi nuovi assetti e una nuova struttura societaria (C).

Conferimento: la società A composta da due rami d'azienda 1 e 2, decide di conferire il ramo 1 ad un'altra società B (già costituita).



In questo caso gli assetti societari restano gli stessi e cioè sempre le due società A e B. Si viene però a creare un gruppo visto che i soci della società A hanno una partecipazione diretta nella società B conseguentemente al conferimento del ramo d'azienda 1.

Procedimento di scissione

Il procedimento per mezzo del quale si compie l'operazione di scissione è caratterizzato da alcune **fasi** fondamentali:

- 1) fase **endosocietaria** mediante la quale si instaurano rapporti e contatti fra gli **organi amministrativi** e nella quale si producono i **documenti** necessari per avviare il procedimento (**progetto di scissione, situazioni patrimoniali, relazioni di amministratori ed esperti**);
- 2) fase **pubblicitaria** in cui si esegue il **deposito** presso la **sede sociale** dei documenti predisposti in precedenza, ovvero la loro pubblicazione sul sito Internet;
- 3) fase **deliberativa** in cui l'**assemblea dei soci** è chiamata ad esprimersi sull'operazione di scissione sulla base della documentazione di cui ha avuto conoscenza;
- 4) fase delle **opposizioni** in cui si rende effettivo il diritto di opposizione dei **creditori** sociali che ritengono di venire pregiudicati dalla scissione;
- 5) fase **attuativa** è il momento finale nel quale si dà **attuazione al programma**.

La lettura dell'art. 2506 *bis* c.c. permette di conoscere il «**contenuto minimo**» del **progetto di scissione** che può essere suddiviso in **tre parti**:

- 1) il progetto di scissione deve contenere le seguenti **informazioni**:
 - **dati identificativi** ed informazioni di tipo anagrafico delle società partecipanti;
 - **bozza dell'atto costitutivo delle nuove società risultanti dall'operazione o delle società beneficiarie preesistenti e della società scissa**, se non si estingue (in realtà la norma non chiede espressamente di indicare anche l'atto costitutivo della società scissa, anche se si ritiene sia opportuno includerlo così come modificato in conseguenza della delibera di scissione);
 - **rapporto di cambio** – che nel caso della scissione è rappresentato dal numero delle **quote** e delle **azioni** delle (o della) **società beneficiarie** da assegnare **ai soci della scissa** – ed eventuale conguaglio in denaro;
 - **modalità di assegnazione delle quote o delle azioni** delle società beneficiarie ai **soci della società scissa**;
 - **data** a decorrere dalla quale le **quote o azioni** assegnate **partecipano agli utili**;
 - **data** a decorrere dalla quale le **operazioni delle società partecipanti alla scissione** sono imputate al **bilancio delle società beneficiarie**;
- 2) il progetto di scissione deve inoltre contenere «**l'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna delle società beneficiarie e dell'eventuale conguaglio in denaro**». In questo caso è stato osservato che **ogni società beneficiaria** è tenuta a redigere gli **inventari** contenenti i diversi elementi dell'attivo e del passivo.
- 3) nel progetto di scissione devono essere indicati i «**criteri di distribuzione delle azioni o quote delle società beneficiarie**».

Pubblicità

Il progetto di scissione va depositato per l'iscrizione nel **registro delle imprese** del luogo ove hanno **sede** le **società partecipanti** all'operazione di **scissione**. In **alternativa** al deposito presso il registro delle imprese, il progetto di scissione è pubblicato sul **sito internet delle società**, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Deposito degli atti di scissioni

Il deposito riguarda in particolare:

- il **progetto di scissione**;
- la **relazione degli amministratori**;
- la **relazione degli esperti**;
- i **bilanci degli ultimi tre esercizi** delle **società partecipanti** alla **scissione**, con la **relazione** dei soggetti cui compete l'amministrazione del **controllo contabile**;
- le **situazioni patrimoniali** delle **società partecipanti**.

Il deposito è considerato un'integrazione del **diritto** e del **dovere di informazione**, rispettivamente dei **soci** e degli **amministratori**.

Decisione in ordine alla **scissione**

In materia di decisione in ordine alla scissione si applica *in toto* **quanto disposto** per la **fusione** dall'**art. 2502 c.c.**. La norma prevede, in particolare:

- la possibilità di **modificare** in sede di approvazione assembleare il **progetto di scissione**, ancorché le modifiche non incidano sui diritti dei soci e dei terzi;
- la scissione sia **approvata** dall'**assemblea** delle **società partecipanti** seguendo diverse modalità, a seconda del tipo di società, in particolare:
 - nelle **società di persone** con il consenso unanime della **maggioranza** dei soci determinata secondo la **parte attribuita a ciascuno negli utili**, il socio che non abbia consentito alla scissione ha **facoltà di recedere**;
 - nelle **società di capitali**: si applicano le **norme previste** per la **modifica dell'atto costitutivo** e quindi i *quorum* variano **a seconda** del **tipo di società prescelto**.

Si ritiene che la **deliberazione di scissione** non si debba **limitare** ad **approvare l'operazione** in sé, bensì debba preoccuparsi di **produrre un'informativa** che richiami dettagliatamente il progetto di scissione (**controllo della conformità del progetto di scissione con quello depositato ed iscritto**, indicazione dei **nuovi sindaci ed amministratori** qualora dalla **scissione nascano una o più imprese di nuova costituzione**, attestazione del fatto che, se una società partecipante alla scissione è in stato di **liquidazione**, questa non abbia iniziato la distribuzione dell'attivo o riparti parziali, specificazioni in merito ad eventuali titolari di obbligazioni convertibili ovvero **obbligazionisti**).

Aspetti Contabili

Bilancio di chiusura della società che si scinde

Il bilancio di chiusura della società che si scinde è richiesto **solo in caso di scissione totale**. Infatti, nelle **scissioni parziali** la **società scissa resta in vita** anche se con un **patrimonio sociale decurtato**.

È un documento quindi **non richiesto** dal codice civile **ma** ritenuto **necessario** in dottrina per determinare il patrimonio alla **data di effetto** della **scissione**, per accertare la configurazione del **patrimonio assegnato a ciascuna beneficiaria** e per calcolare il **reddito** del periodo che va **dall'inizio dell'esercizio alla data di effetto dell'operazione**.

Differenze da scissione

Le differenze di scissione emergono nella **contabilità (differenze contabili)**, e poi, eventualmente, nel **bilancio della società beneficiaria (differenze di bilancio)**.

Le **differenze contabili** emergono automaticamente nella contabilità della società beneficiaria a seguito della rilevazione delle **attività** e delle **passività ricevute dalla scissa** e sono **essenzialmente poste di equilibrio contabile**. Quando le differenze contabili trovano un'espressa **rappresentazione** nel **bilancio della beneficiaria** relativo al **primo esercizio** chiusosi **successivamente alla operazione**, divengono **differenze di bilancio**.

Queste ultime, pur derivando dalle differenze contabili, **non necessariamente assumono lo stesso valore**, dal momento che è possibile operare **su quelle contabili** una serie di **aggiustamenti** al fine di **ridurre o eliminarne l'impatto sul bilancio** della società beneficiaria (cd. «processo di riassorbimento»).

Le **differenze di scissione** sono classificabili in:

- differenze **da concambio**;
- differenze **da annullamento**.

Le **differenze da concambio** traggono origine dal concambio delle partecipazioni (**azioni o quote**) dei **soci** nella società **scissa** con **partecipazioni** nella società **beneficiaria**, mentre quelle **da annullamento** si ricollegano all'annullamento, **senza sostituzione**, della **partecipazione** nella **società scissa** posseduta **dalla beneficiaria**.

Differenze **da concambio**

Nelle **scissioni con concambio**, l'**avanzo** (o il **disavanzo**) è dato dalla **differenza negativa (o positiva)** tra l'**aumento di capitale** della **beneficiaria**, necessario per l'emissione delle partecipazioni da attribuire ai soci della scissa a compensazione dell'apporto patrimoniale ricevuto ed il **patrimonio netto contabile trasferito**. L'**avanzo da concambio** misura, dunque, quella **parte** del **capitale** sociale della **scissa** che, come conseguenza del rapporto di cambio fissato, **non si è tradotto in capitale** della **beneficiaria** ma viene trasferito a **riserva**. Si ha l'emersione di un **disavanzo da concambio** se il **capitale** della **beneficiaria** viene **aumentato in misura superiore** alla **quota di capitale** della **scissa annullato** ovvero viene **aumentato senza** che la **scissa** abbia **abbattuto il suo capitale sociale**.

Trattamento contabile delle differenze da concambio nella scissione

Con riferimento al **disavanzo da concambio**, al fine di addivenire ad un suo corretto trattamento nel **bilancio** della **beneficiaria** relativo al **primo esercizio chiuso successivamente** alla **scissione**, l'unico **comportamento** pienamente compatibile con un sistema orientato a considerare la scissione come un evento meramente modificativo dell'impresa collettiva è quello che consiste nel mantenere nel **bilancio** della **società beneficiaria** i **valori «storici»** delle **attività** e delle **passività** provenienti dalla **società scissa**. Nel bilancio della beneficiaria relativo al **primo esercizio** chiuso dopo la data di realizzazione della scissione **non emergerebbe** dunque alcun **disavanzo da concambio**, verificandosi soltanto una **modifica qualitativa** all'interno del **patrimonio netto**.

Contrariamente al **disavanzo**, del quale si deve **escludere** l'**autonoma rilevazione** nel primo bilancio della società beneficiaria, l'**avanzo «contabile»** è destinato a tradursi in **avanzo «di bilancio»**.

Nel bilancio relativo al **primo esercizio** chiuso successivamente alla scissione, l'**avanzo da concambio** è pertanto destinato a figurare fra le **poste ideali** del **patrimonio netto**, quale **riserva di capitale**. In particolare, l'avanzo da concambio rappresenta quella parte del capitale della scissa che **non si è tradotto in aumento di capitale della beneficiaria** ma è confluito nelle altre poste ideali del netto di quest'ultima. Per questa ragione, l'avanzo da concambio condividerebbe la stessa natura della **riserva sovrapprezzo azioni**.

Differenze **da annullamento**

Nella scissione le differenze da annullamento derivano dall'**annullamento** della **partecipazione** posseduta **nella scissa dalla beneficiaria** a fronte del trasferimento patrimoniale ricevuto.

In particolare, dalla scissione emerge un **disavanzo (avanzo)** da **annullamento «contabile»** se il **valore** della **partecipazione** nella **scissa**, annullata dalla beneficiaria per effetto della scissione, risulti **superiore (inferiore)** al valore della **quota di netto ricevuto**.

Tuttavia, le differenze da annullamento non sempre scaturiscono dal mero confronto tra il valore della partecipazione posseduta dalla beneficiaria e quello del netto trasferito, inquanto nella scissione, al **contrario delle fusioni senza concambio**, le **partecipazioni** della **scissa non** vengono necessariamente **annullate in tutto o** – anche soltanto – **in parte** dalla beneficiaria per effetto dell'operazione.

Occorre, infatti, tenere presente che la quota della **partecipazione** nella **scissa** posseduta dalla **beneficiaria** che viene **annullata** è influenzata dalle scelte fatte dagli amministratori della scissa circa la posta ideale del netto da ridurre a fronte del trasferimento a favore della beneficiaria (se **riducono** ad esempio **solo il capitale**, la **beneficiaria dovrà annullare l'intera partecipazione**, mentre, se **utilizzano solo le riserve disponibili**, la **beneficiaria manterrà l'intera partecipazione**).

Trattamento contabile

del disavanzo da annullamento nella scissione

Consideriamo ora l'ipotesi in cui dalla scissione emerga un **disavanzo «contabile» da annullamento** misurato dal **maggior valore** della **partecipazione annullata** rispetto alla **quota di patrimonio netto** della **scissa** attribuito alla **beneficiaria**.

In presenza di un disavanzo «contabile» da annullamento la beneficiaria deve procedere al suo **riassorbimento, totale o parziale**, attraverso:

- la **rivalutazione**, fino a **concorrenza** dei **valori correnti**, delle singole **attività** ricevute dalla **scissa**;
- l'**iscrizione** di quelle **attività immateriali** presenti nel **patrimonio** della **scissa** a cui **non** era stata data **adeguata valorizzazione** e rappresentazione nel bilancio;
- per l'**eccedenza**, l'iscrizione nell'attivo di una voce di **avviamento** a fronte del **costo** sostenuto per il **maggior valore** complessivo implicito nell'**azienda** della **scissa**.

L'eventuale **quota di disavanzo** contabile **non assorbita** può derivare alternativamente:

- dal «**cattivo affare**» realizzato dalla **beneficiaria** all'atto dell'acquisto della partecipazione nella scissa, in quanto il **prezzo** pagato si è dimostrato **eccedente** rispetto al valore effettivo del **patrimonio** della **scissa** e alle sue aspettative reddituali;
- dalle **perdite** sofferte dalla **scissa** dopo l'acquisizione, che non sono state recepite prontamente nel bilancio della beneficiaria in termini di **svalutazione** della **partecipazione posseduta**.

Trattamento contabile

dell'avanzo da annullamento nella scissione

Esaminiamo ora l'ipotesi che dalla scissione emerga un **avanzo da annullamento «contabile»**.

Tale posta di equilibrio contabile misura la **quota** del **patrimonio netto** della **scissa NON assorbita** dall'**annullamento** della **partecipazione** posseduta dalla **beneficiaria**.

Se il maggior valore del patrimonio netto della scissa trasferito alla beneficiaria, rispetto al valore di libro delle partecipazioni possedute da quest'ultima, è ascrivibile ad una **sopravalutazione** dell'**attivo** ovvero ad una **sottovalutazione** del **passivo**, l'avanzo da annullamento contabile viene **riassorbito** attraverso una **svalutazione** delle **attività** ovvero una **rivalutazione** delle **passività**.

Alternativamente, l'avanzo contabile potrebbe essere ascritto ad una **perdita «futura»** della **scissa** e il suo **riassorbimento** potrebbe avvenire attraverso l'accantonamento ad un apposito **fondo rischi** del **passivo** (cd. «**fondo** di consolidamento per **rischi e oneri futuri**») in conformità all'art. 33 D. Lgs.127/1991 in materia di bilanci consolidati delle imprese industriali.

Al di fuori di tali ipotesi, l'avanzo da annullamento «contabile» si trasforma in **avanzo «di bilancio»** che, al contrario della «perdita di scissione», **non** deve trovare **esposizione** nel **conto economico** **ma** nelle poste ideali del **patrimonio netto**, trattandosi di una **componente di reddito «non realizzata»** in uno scambio con terze economie e pertanto **non** potrebbe influenzare il risultato economico di esercizio.

ESEMPIO SCISSIONE PARZIALE CON COSTITUZIONE DI NEWCO E RIPARTIZIONE PROPORZIONALE DI AZIONI E QUOTE

L'operazione in esame è tipicamente utilizzata nei casi di **spin off** nei quali i soci della scissa intendono individuare alcuni **rami di attività** o alcuni **beni** (ad esempio **immobili**) dell'azienda che continua ad operare nella scissa. Gli **obiettivi** che si intendono raggiungere possono essere:

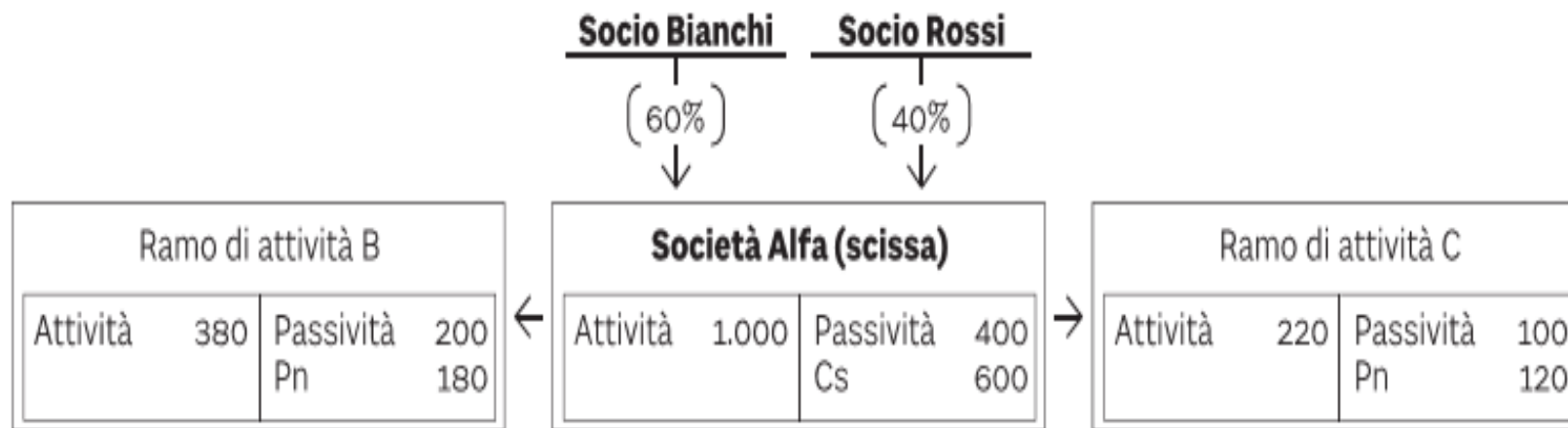
- la **razionalizzazione** della gestione di rami di attività tra loro non omogenei;
- la **separazione** della **gestione** dell'**attività** in relazione ai diversi mercati di sbocco;
- lo **sviluppo separato** di **rami di attività** connessi o ausiliari all'attività principale.

La determinazione del **rapporto di concambio** assume una **funzione differente** rispetto al caso in cui le **beneficiarie** siano **preesistenti** (e **non possiedano integralmente il capitale sociale della scissa**).

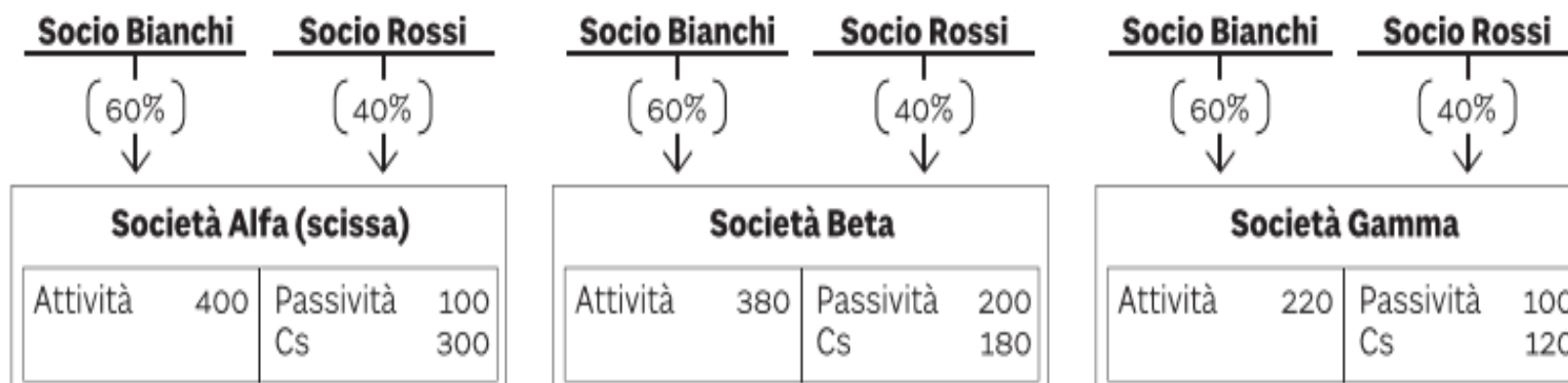
In caso di **scissione parziale** con **costituzione di nuove società** e **ripartizione proporzionale** delle **azioni o quote**, il rapporto di concambio non deve mediare tra interessi contrapposti, in quanto non vi è interessenza di soggetti terzi rispetto ai soci della scissa. Il rapporto di concambio si esaurisce quindi in un **mero strumento tecnico di calcolo** necessario per **assegnare le azioni delle società beneficiarie ai soci della scissa**.

La società Alfa si scinde attribuendo due rami di attività B e C, rispettivamente, alle società Beta e Gamma che si costituiscono per effetto della scissione. La situazione a seguito dell'operazione diviene la seguente:

SCISSIONE PARZIALE CON SOCIETÀ NEO – COSTITUITA



SITUAZIONE DOPO LA SCISSIONE



I **rapporti di concambio** (ipotizzando che il **capitale sociale** di tutte e tre le **società** sia costituito da **azioni** del **valore nominale** di **euro 1**) in questo caso sono **1 a 1** per entrambe le società **beneficiarie**.

Ne deriva la seguente ripartizione di azioni tra i due soci:

	N° azioni Alfa	N° azioni Gamma	N° azioni Beta
Socio Bianchi	180	72	108
Socio Rossi	120	48	72
Totale	300	120	180

La **società scissa** deve **annullare 120 azioni** a fronte delle attività e passività trasferite a Gamma e 180 azioni a fronte del trasferimento patrimoniale a Beta.

I **soci di Alfa** ricevono, in sostituzione delle azioni di Alfa annullate, altrettante **azioni** di **Beta** e di **Gamma**.

La scissione rappresentata non genera **alcuna differenza di scissione da concambio**, in quanto il capitale delle neocostituite Beta e Gamma è esattamente pari al patrimonio netto ricevuto in seguito alla scissione.

SCRITTURE CONTABILI DELLA SCISSA

La società scissa dovrà rilevare da un lato l'**estromissione** delle **attività** e **passività** trasferite alle beneficiarie, dall'altro lato la **riduzione** del **patrimonio netto** conseguente a tale estromissione.

<i>Diversi</i>	a	<i>Diversi</i>		
		Attività ramo C		220
		Attività ramo B		380
Passività ramo C			100	
Passività ramo B			200	
Società Gamma c/scissione			120	
Società Beta c/scissione			180	

Capitale sociale	a	<i>Diversi</i>	300	
		Società Gamma c/scissione		120
		Società Beta c/scissione		180

SCRITTURE CONTABILI DELLE BENEFICIARIE

Le società beneficiarie **Beta** e **Gamma** rileveranno le **attività e passività** ad esse trasferite a fronte della costituzione del **capitale sociale**.

Le scritture di **Beta** saranno le seguenti:

Società Alfa c/scissione	a	Capitale Sociale	180	180
-----------------------------	---	------------------	-----	-----

Attività ramo B	a	Diversi	380	
		Passività ramo B		200
		Società Alfa c/scissione		180

Similmente le scritture di **Gamma** saranno le seguenti:

Società Alfa c/scissione	a	Capitale Sociale	120	120
-----------------------------	---	------------------	-----	-----

Attività ramo C	a	Diversi	220	
		Passività ramo C		100
		Società Alfa c/scissione		120

ESEMPIO
SCISSIONE PARZIALE A BENEFICIO DI SOCIETÀ PREESISTENTI E
RIPARTIZIONE PROPORZIONALE DELLE AZIONI O QUOTE

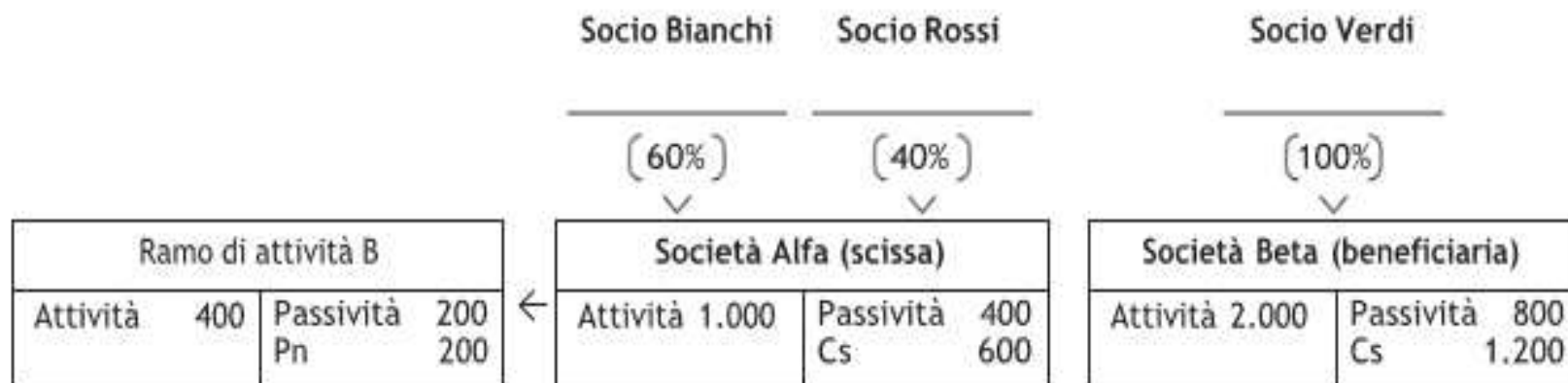
L'operazione in esame, diversamente dalla precedente, comporta la **confusione** del **ramo aziendale** o dei **beni scissi** nel **patrimonio** di una o più **società già esistenti**.

Nel **caso** in cui la **compagine sociale** della **beneficiaria** sia la **medesima** della **scissa**, l'operazione assume caratteristiche e implica **problematiche** molto **simili** a quelle già viste prima.

Nel **caso opposto** in cui la **compagine sociale** della **beneficiaria** sia **differente** da quella della società **scissa**, l'operazione assume una valenza economica e aziendale del tutto diversa, più vicina a quella del **conferimento**, o della **fusione per incorporazione**.

In questo secondo caso il **rapporto di concambio** ha la funzione di **mediare** tra **interessi contrastanti**, vale a dire tra gli interessi dei soci della scissa e quelli dei soci della beneficiaria, dunque assumendo un'importanza fondamentale per l'esecuzione dell'operazione.

SCISSIONE PARZIALE CON SOCIETÀ PREESISTENTI



Valori economici effettivi

Si consideri la seguente esemplificazione:

	Società Beta	Ramo di attività B
Attività	3.200	800
Passività	800	600
Patrimonio netto effettivo	2.400	200

I **valori economici effettivi** delle **due società** sono i seguenti:

	Società Beta (AS)	Società Alfa (annullato)
Capitale sociale	€ 1.200	€ 200
Valore nominale azioni	€ 1	€ 1
Numero azioni (a)	1.200	200
Valore effettivo Società (b)	€ 2.400	€ 200
Valore reale azioni (c = b / a)	€ 2	€ 1

Il **rapporto di concambio** è dunque pari a 1 azione di Beta per ogni 2 azioni di Alfa possedute. Il valore economico di Beta post scissione è dato, semplificando, dalla somma dei valori economici:

$$VE (Beta PS) = VE (Beta AS) + VE (Ramo B) = 2.400 + 200 = 2.600$$

Il **peso** relativo di **ciascuna società** rispetto al **nuovo capitale economico** di **Beta** è pari a:

<u>VE (Beta AS)</u>	= <u>2.400</u>	= 92,31%
VE (Beta PS)	2.600	

$$\frac{VE (Ramo B)}{VE (Beta PS)} = \frac{200}{2.600} = 7,69\%$$

L'aumento di capitale che Beta dovrà effettuare a fronte della scissione sarà dunque pari a:

$$1.200 : 92,31 = x : 100$$

$$x = 1.300$$

è il capitale sociale comprensivo dell'aumento dovuto alla scissione.

L'aumento di capitale sociale sarà dunque pari a 100.

Ai soci di Alfa verranno assegnate complessivamente 100 azioni di Beta pari al 7,69% del capitale complessivo.

Situazione **dopo** la **scissione**

Socio Bianchi		Socio Rossi	
(60%)		(40%)	
Società Beta Alfa			
Attività	600	Passività	200
		Cs	400

Socio Bianchi		Socio Rossi		Socio Verdi	
(4,62%)		(3,07%)		(92,31%)	
		Società Beta			
		Attività	2.400	Passività	1.000
				Cs	1.300
				Avanzo	100

Ripartizione delle azioni ai soci

	N° azioni Alfa	N° azioni Beta
Socio Bianchi	240	60
Socio Rossi	160	40
Socio Verdi	—	1.200
Totale	400	1.300

La **società scissa** deve **annullare 200 azioni** a fronte delle attività e passività trasferite a Beta.

I **soci di Alfa** ricevono in **sostituzione** delle **azioni di Alfa annullate** le **100 azioni** emesse da **Beta**.

La scissione rappresentata genera un **avanzo da concambio**, in quanto l'**aumento di capitale** effettuato da **Beta** è **inferiore** al **patrimonio netto trasferito da Alfa**.

Scritture contabili della scissa

La **società scissa** dovrà rilevare, da un lato l'**estromissione** delle **attività e passività** trasferite alle **beneficiarie**, dall'altro la **riduzione** del **patrimonio netto** conseguente a tale estromissione.

Diversi	a	Attività ramo B		400
Passività ramo B			200	
Società Beta c/scissione			200	
Capitale sociale	a	Società Beta c/scissione	200	200

Scritture contabili della beneficiaria

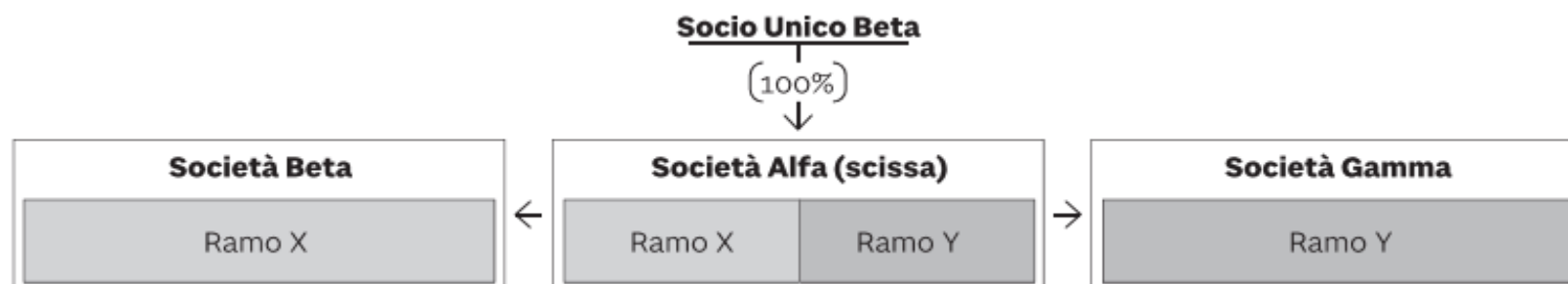
La **società beneficiaria Beta** deve rilevare le **attività e passività** ad essa trasferite nell'ambito della scissione a fronte dell'**aumento** di **capitale sociale**.

Società Alfa c/scissione	a	Capitale Sociale	100	100
Attività ramo B	a	Diversi	400	
		Avanzo		100
		Passività ramo B		200
		Società Alfa c/scissione		100

SCISSIONE TOTALE A BENEFICIO DI SOCIETÀ PREESISTENTE, UNICO SOCIO DELLA SCISSA

Il **patrimonio** della società scissa **Alfa** viene frazionato in **due quote**, corrispondenti alle due **aziende X** ed **Y** poi “**assegnate**” a due società beneficiarie preesistenti: l’azienda **X** alla società **Beta** e l’azienda **Y** alla società **Gamma**.

La **Beta** è l’**unico socio** della società scissa **Alfa**, e la **partecipazione** in Alfa è iscritta nel **bilancio di Beta** al **costo di acquisizione** di **1,5 mln** e tale partecipazione rappresenta il valore complessivo dell’**intero patrimonio** della **scissa**. La **Gamma** non presenta **alcun** legame di **partecipazione** con **Alfa**.



	Alfa
patrimonio netto contabile	1,4 mln
<i>capitale sociale</i>	1 mln
<i>riserve</i>	400 mila
patrimonio netto corrente	2,3 mln
capitale economico (la differenza rispetto al corrente è dovuta all'avviamento pari a 700 mila)	3 mln

I dati relativi alle due **aziende X e Y** sono i seguenti:

	valore contabile netto	valore economico
azienda X	800 mila	2 mln
azienda Y	600 mila	1 mln

La beneficiaria **Beta**, che riceve l'azienda **X**, deve procedere con l'**annullamento** di quella parte di partecipazione in **Alfa** che corrisponde alla “**frazione**” dell'unitario patrimonio della scissa. L'importo della partecipazione da annullare deve essere **proporzionale** al “**valore economico effettivo**” dell'azienda **trasferita** rispetto al **valore economico dell'intero patrimonio netto della scissa**.

Di conseguenza:

Valore economico dell'azienda "assegnata"	=	2 mln
Valore economico del patrimonio della scissa		3 mln

Quindi i **2/3** del valore contabile della **partecipazione**, ossia **1 mln**, rappresentano la parte di patrimonio della scissa trasferita alla beneficiaria **Beta**, cioè l'azienda **X**.

Mentre l'importo rimanente, riferito al valore della partecipazione, pari a **500 mila** (1.5 mln – 1 mln), rappresenta la frazione di patrimonio della scissa trasferito alla beneficiaria **Gamma** e, quindi, le azioni che questa emetterà (con un apposito **aumento del proprio capitale sociale**) a fronte dell'azienda **Y** ricevuta.

Tali azioni saranno assegnate alla **Beta**, essendo questa l'unico socio della scissa.

Quindi, l'importo di **500 mila** rappresenterà il valore della partecipazione di **Beta** nella beneficiaria **Gamma**. **Beta**, a seguito del trasferimento ad essa dell'azienda **X**, dovrà **annullare** la **partecipazione** in **Alfa** per l'importo di **€ 1 milione** e realizzerà un **disavanzo da annullamento** così determinato:

Valore contabile della quota di partecipazione in Alfa relativa all'azienda X	1mln
Valore contabile netto dell'azienda trasferita	800 mila
Disavanzo da annullamento	200 mila

Aspetti Fiscali

Imposte Dirette

Neutralità fiscale dell'operazione di scissione

Ai fini fiscali la scissione si configura negli stessi termini della *fusione*, come operazione neutrale per tutti i soggetti coinvolti nella stessa (la **società scissa** e i **soci**). La **scissione**, **non** traducendosi in un fenomeno **traslativo** di **beni** e di **rapporti giuridici**, ma in un atto di riorganizzazione della struttura societaria, **non comporta** l'emersione di componenti positivi (**plusvalenze**) o negativi (**minusvalenze**) di reddito in capo ad alcuno dei soggetti coinvolti (la società scissa e i soci).

Società scissa

Ai sensi dell'**art. 173 comma 1 TUIR** *«la scissione totale o parziale di una società in altre preesistenti o di nuova costituzione non dà luogo a realizzo né a distribuzione di plusvalenze e minusvalenze dei beni della società scissa, comprese quelle relative alle rimanenze e al valore di avviamento»*.

Il **trasferimento** di **beni** attuato mediante la scissione **non assume**, dunque, autonoma **rilevanza tributaria** posto che lo stesso è solo strumentale ad un rinnovamento della medesima organizzazione la quale, seppure mutata, sopravvive frammentata nelle beneficiarie.

Soci della società scissa

Con il **comma 3** dell'**art. 173** del **TUIR** si riconosce l'**irrilevanza reddituale** della scissione anche in capo ai **soci**: *«il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società scissa, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'articolo 47, comma 7, e, ricorrendone le condizioni, degli articoli 58 e 87»*.

La **neutralità** dell'operazione anche nei confronti dei **soci** rappresenta la logica **conseguenza** della **natura giuridica** della **scissione** (atto modificativo dell'originario rapporto associativo volto a ridisegnare la struttura organizzativa dell'impresa).

Con l'attribuzione al socio delle partecipazioni delle beneficiarie, che sostituiscono in tutto o in parte quelle della scissa, infatti, quest'ultimo (il socio) non consegue il disinvestimento dell'originario conferimento effettuato, ma ottiene il titolo di **partecipazione** al «**nuovo**» **rapporto sociale** nella sua veste **riorganizzata**.

Il cambio di partecipazioni originarie non costituisce, dunque, il presupposto:

- né del realizzo né della distribuzione di **plusvalenze** o **minusvalenze**, sia per coloro che detengono la partecipazione fuori dall'ambito imprenditoriale, sia per quelli che, pur imprenditori, la detengono quale immobilizzazione finanziaria;
- né del conseguimento di **ricavi**, per i soci «imprenditori» della scissa per i quali la partecipazione rappresenta un bene merce dell'attivo circolante.

Imposte Indirette

IVA

La scissione di società **non costituisce** autonomo **presupposto oggettivo** dell'imposta sul valore aggiunto. È, infatti, espressamente previsto che i trasferimenti di beni in «*dipendenza di fusioni, di scissioni, o trasformazioni di società e di analoghe operazioni poste in essere da altri enti*» non si considerano cessioni di beni rilevanti ai fini del tributo (art. 2, comma 3, lett. f), D.P.R.633/1972).

IMPOSTA DI REGISTRO

L'imposta di registro trova sempre applicazione con riferimento a tutti gli atti pubblici (quindi anche quelli di scissione).

IMPOSTE IPOTECARIE E CATASTALI

L'operazione di scissione, in presenza di **beni immobili** o **diritti reali immobiliari**, è soggetta alle imposte ipotecarie e catastali in **misura fissa** pari ad **euro 200 ciascuna**. La formalità della **trascrizione** deve essere richiesta **entro 30 giorni** dalla data dell'atto o del deposito dal notaio che ha ricevuto o autenticato l'atto soggetto a trascrizione.

II *Conferimento d'azienda*

Il **conferimento d'azienda** è l'operazione mediante la quale un soggetto (**conferente**) apporta un compendio aziendale (**azienda** o

ramo d'azienda (un **settore di attività** dell'**impresa**, caratterizzato da un complesso di beni e rapporti giuridici in grado di avere una **propria autonoma capacità di funzionamento** anche se separati dal resto dell'impresa, in grado di svolgere autonomamente un'attività di impresa. Per ramo d'azienda deve intendersi, in altre parole, secondo quanto indicato nell'**art. 2112 comma 5 c.c.**, una « *articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata* »)

in una **società, già esistente** o di **nuova costituzione** (la **conferitaria**), vedendosi per l'effetto attribuita, quale corrispettivo del proprio apporto patrimoniale, **non un corrispettivo monetario**, ma, la proprietà di **azioni** o **quote** di nuova emissione della **conferitaria**.

All'esito del conferimento, dunque, il **conferente** diviene **socio** della società conferitaria, ovvero, ove già socio della stessa anteriormente al conferimento, **incrementa la propria quota** di partecipazione al capitale sociale, in misura correlata al valore degli *assets* conferiti.

Le **finalità** perseguibili tramite un'operazione di conferimento d'azienda possono essere:

- la **riorganizzazione** delle attività produttive;
- lo **scorporo** di una **business unit** ritenuta non strategica (o viceversa ritenuta altamente strategica, al punto da privilegiarne l'apporto in un veicolo societario di nuova costituzione);
- preparare la strada ad una futura operazione di **M&A**.

Il **conferimento** è **simile** alla *scissione*, nel senso che le due operazioni producono **effetti analoghi**. In entrambi i casi, infatti, si può trasferire un ramo d'azienda, una parte di essa da una società ad un'altra, ottenendo come controprestazione **azioni** o **quote** della società **beneficiaria**, **anziché** un **corrispettivo**.

Tuttavia, le due operazioni (conferimento e scissione) **differiscono** l'una dall'altra sul piano giuridico e sostanziale:

- **giuridico**: il **conferimento d'azienda** scaturisce da una decisione del **consiglio di amministrazione** della società **conferente**, mentre, la decisione di **scissione** consiste in una delibera dell'**assemblea dei soci**;
- **sostanziale**: nella **scissione** le **azioni** o **quote** della **società beneficiaria** sono assegnate ai **soci** della **scissa**, mentre, nel caso del **conferimento**, tali azioni o quote entrano a far parte del **patrimonio** della società **conferente**.

In sostanza, nella **scissione** avviene una suddivisione della realtà aziendale tra i soci della società scissa. Le strutture societarie **non rimangono le stesse** dato che si vengono a formare **nuovi assetti** e una **nuova struttura** societaria.

Mentre, nel **conferimento**, gli assetti societari **non subiscono alcuna modifica**, venendosi però a creare un **gruppo**. Ciò discende dal fatto che i soci della società conferente acquisiranno una **partecipazione diretta** nella società conferitaria per mezzo dell'operazione di conferimento stessa.

Il **conferimento d'azienda** è un'operazione complessa, che non si esaurisce in un unico atto, bensì si articola in una serie consequenziale di adempimenti, alcuni afferenti alla sfera giuridica del conferente, altri a quelli della conferitaria.

Le **modalità** attraverso le quali può configurarsi un'operazione di conferimento sono **due**:

- 1) conferimento **per scorporo**, in cui una società conferisce l'azienda o un ramo di azienda di sua proprietà dando vita ad un **nuovo soggetto economico**, con l'intento di rendere **autonoma l'azienda conferita**;
- 2) conferimento **per apporto o concentrazione**, in cui una (o più) società decide di conferire l'azienda o un ramo d'azienda di sua proprietà a favore di una **società preesistente**, con l'intento di **concentrare le attività nella conferitaria**.

Le **azioni o quote** nel caso di conferimento per **SCORPORO** corrispondono al **capitale sociale** costituito in sede di **conferimento**, mentre nel caso di conferimento per **apporto o concentrazione** derivano dall'**aumento di capitale sociale** effettuato dalla **conferitaria**.

Aspetti Contabili

CONFERIMENTO PER SCORPORO

Aumento di capitale **nel conferimento d'azienda mediante scorporo**

La società **conferente** trasferisce l'**azienda** o un **ramo aziendale** a favore di una **nuova società**.

In questo caso, **non essendovi i vincoli all'aumento di capitale sociale**, presenti nel caso di **conferimento a beneficiaria preesistente** e con **soci terzi**, il **netto trasferito** è **integralmente** recepito come **aumento di capitale sociale** (quanto affermato risulta **valido anche** nel caso di conferimento in una beneficiaria preesistente nella quale il **conferente** detiene una **partecipazione** al capitale sociale pari al **100%**).

ESEMPIO CONFERIMENTO PER SCORPORO
--

Ipotizziamo che la società **Alfa** e la società **Beta** decidano di costituire una **nuova società (Gamma)** apportando rispettivamente un **ramo d'azienda** e **capitale**.

I valori contabili ed i valori economici risultanti da **perizia** del **ramo conferito** dalla **società Alfa** sono i seguenti:

	Valori contabili	Valori di perizia
Attività	€ 900	€ 950
(Avviamento)		€ 20
Passività	€ 800	€ 820
Capitale sociale	€ 100	€ 150

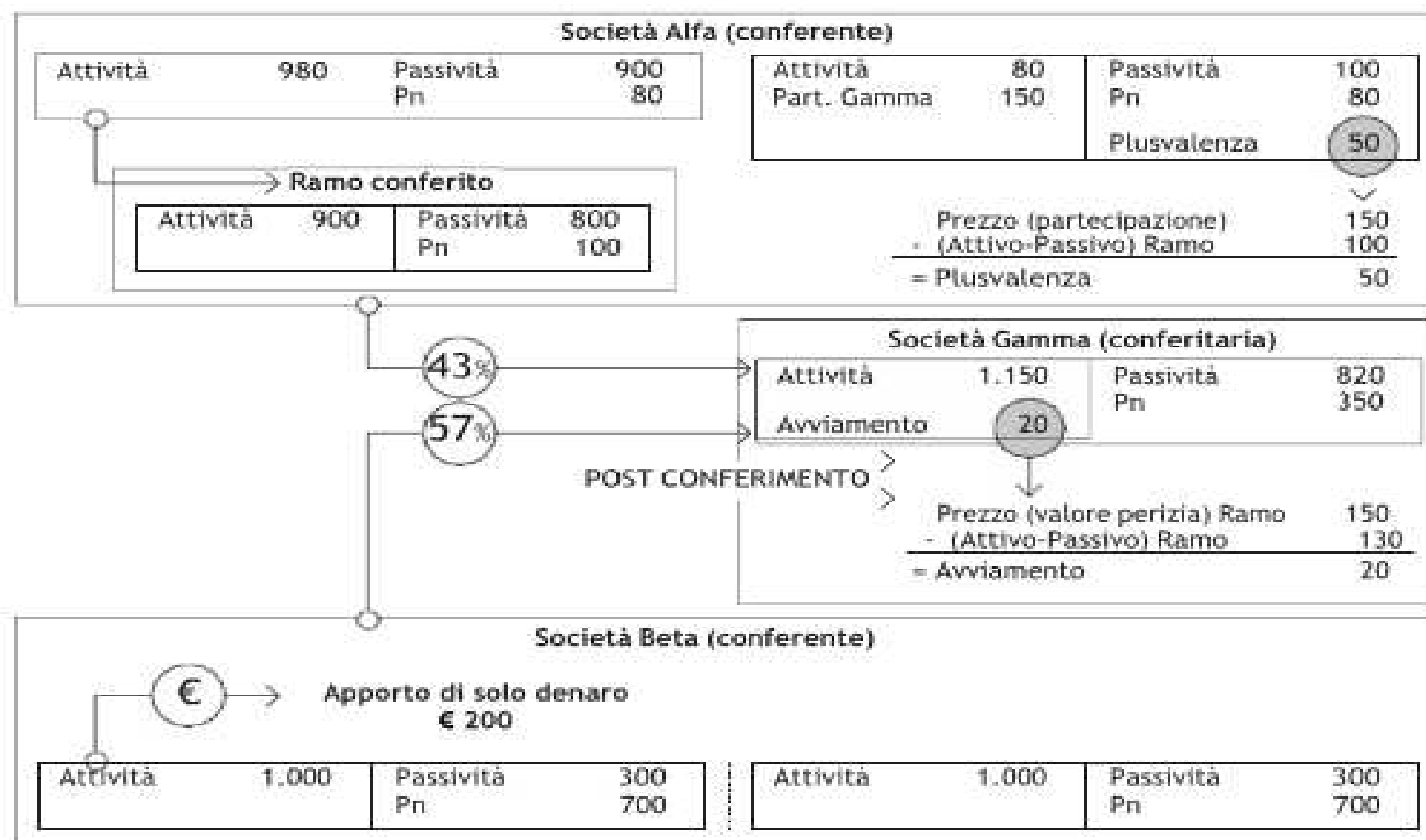
La società **Beta** conferirà solo **capitale** per un importo complessivo pari a 200.

A seguito del conferimento, il **patrimonio netto** della nuova società **Gamma** sarà costituito dal netto del ramo conferito da parte della società Alfa e dal denaro apportato dalla società Beta, per **350**.

Ne consegue che le proporzioni di capitale detenute dalle due società preesistenti sono le seguenti:

Ad **Alfa** spetterà il: $\frac{150}{150 + 200} = 43\%$

A **Beta** spetterà il: $\frac{200}{150 + 200} = 57\%$



MODELLO DELLA «CESSIONE» NEL CONFERIMENTO D'AZIENDA

Questo modello dà luogo ad una «discontinuità nei valori contabili» tra la conferente e la conferitaria. In termini operativi, l'operazione di conferimento viene configurata come una vera e propria cessione: la conferente «cede» i beni alla conferitaria ad un determinato «prezzo», realizzando una plusvalenza o una minusvalenza. La plusvalenza tassabile è legata ai valori contabili con i quali la conferente iscrive la partecipazione nella propria contabilità, ovvero la conferitaria iscrive l'azienda nella propria contabilità.

Principio della **discontinuità** all'interno del conferimento d'azienda

Il disallineamento dei valori contabili è determinato dal **diverso trattamento** che la conferitaria utilizza per la rilevazione dei **beni ricevuti** rispetto a quello utilizzato in precedenza dalla conferente.

Ad **esempio**, in funzione dell'analogia con un'operazione di **cessione**, mentre nella contabilità della conferente gli **immobili** appartenenti all'**azienda** o al **ramo d'azienda** conferito risultavano iscritti al **costo storico** con il relativo *fondo di ammortamento*, nella contabilità della conferitaria tali immobili erano iscritti al valore di cessione e non ai valori di libro, ossia al **costo** di «**acquisto**» risultante dalla **perizia** di stima.

ESEMPIO: Modello cessione d'azienda con tassazione ordinaria della plusvalenza e ipotesi di rateazione in cinque esercizi

Si ipotizzi che la società **Alfa** avesse conferito un **ramo d'azienda** caratterizzato dai seguenti **elementi patrimoniali**:

Attivo-passivo	Costo fiscalmente riconosciuto	Valori di perizia (a valore normale)
Attivo stato patrimoniale		
Software	50.000	30.000
› F.do amm.to software	(20.000)	
	30.000	
Fabbricati	300.000	340.000
› F.do amm.to fabbricati	(10.000)	
	290.000	
Attrezzature	200.000	200.000
› F.do amm.to attrezzature	(20.000)	
	180.000	
Rimanenze materie prime	30.000	30.000
Rimanenze prodotti finiti	60.000	60.000
Crediti vs. clienti	150.000	148.000
› F.do svalutazione crediti	(2.000)	
	148.000	
Banca	150.000	150.000
Totale attivo (A)	888.000	958.000
Passivo stato patrimoniale		
Tfr	130.000	130.000
Debiti vs. fornitori	200.000	200.000
Debiti diversi	70.000	70.000
Totale Passivo (B)	400.000	400.000
Avviamento (C)		150.000
Netto conferito (A-B+C)	488.000	708.000
Plusvalenza da conferimento	220.000	

Secondo tale modello, il **conferitario** recepiva nella propria contabilità i **valori correnti** e la **conferente** iscriveva la **partecipazione** pari al **valore netto corrente** del complesso apportato.

La **plusvalenza** era determinata come **differenza** tra il valore di realizzo (corrispettivo del conferimento) pari a **708.000** e l'ultimo costo fiscalmente riconosciuto pari a **488.000**. Nel caso di specie, al ricorrere dei requisiti temporali previsti dall'art 86 del Tuir (plusvalenza in caso di cessione d'azienda) era possibile rateizzare la plusvalenza in **cinque esercizi**.

Trattamento delle **imposte differite** nel caso di **tassazione frazionata**
nel conferimento d'azienda

Nell'ipotesi in cui la **conferente** avesse **optato** per la **tassazione frazionata**, iscriveva la **plusvalenza** nel **conto economico** dell'esercizio di realizzo e rilevava le **imposte** la cui contropartita era rappresentata da:

- **debiti tributari** per le imposte relative a **1/5** della **plusvalenza**;
- **fondo imposte differite** per le imposte relative ai **4/5** della **plusvalenza**.

Scritture della **conferente** nel conferimento d'azienda

Nel caso di operazione avente ad oggetto un'**azienda**, la **conferente eliminava** dalla propria contabilità gli elementi del **passivo** e dell'**attivo** del **ramo conferito** a valori contabili e rilevava l'importo del **conferimento** alla società **Beta** a **valori correnti** nonché l'insorgenza della **plusvalenza**.

<i>Diversi</i>	a	<i>Diversi</i>		
F.do amm.to software			20.000	
F.do amm.to fabbricati			10.000	
F.do amm.to attrezzature			20.000	
F.do svalutazione crediti			2.000	
Tfr			130.000	
Debiti vs fornitori			200.000	
Debiti diversi			70.000	
Società Beta c/conferimento			708.000	
		Software		50.000
		Fabbricati		300.000
		Attrezzature		200.000
		Rimanenza mat. prime		30.000
		Rimanenze prod. finiti		60.000
		Crediti		150.000
		Banca		150.000
		Plusvalenza da conferimento		220.000

Successivamente rilevava la **partecipazione** in **Beta**:

Partecipazioni	a	Società Beta c/conferimento	708.000	708.000
----------------	---	-----------------------------	---------	---------

Seguiva il calcolo delle **imposte** sul reddito (società **conferente**) relative alla **plusvalenza** (si ipotizzi che il conferimento fosse avvenuto nel **2006**):

Plusvalenza	Imposte sul reddito 2006	Imposte differite
1/5 di 220.000 = 44.000	Aliquota 33% x 44.000 = 14.520	
4/5 di 220.000 = 176.000		Aliquota 33% x 176.000 = 58.080

Si rilevavano le **imposte d'esercizio** relativamente alla **plusvalenza**:

Ires	a	Diversi	72.600	
Debiti tributari				14.520
Fondo imposte differite				58.080

Il **fondo imposte differite** veniva utilizzato nei **successivi esercizi** dalla società **conferente** per l'imputazione della **quota d'imposta** sulla **plusvalenza** rateizzata:

Fondo imposte differite	a	Utilizzo f.do imposte dirette	14.520	14.520
-------------------------	---	-------------------------------	--------	--------

Utilizzo f.do imposte dirette	a	Ires	14.520	14.520
-------------------------------	---	------	--------	--------

Ipotizzando che, **oltre al quinto della plusvalenza**, la **conferente** avesse realizzato un **reddito imponibile** di **100.000**, la stessa (conferente) effettuava nell'esercizio 2007 (così come in ogni esercizio fino al 2010) la seguente scrittura :

Ires	a	Debito v/Erario	47.520	47.520
------	---	-----------------	--------	--------

Per effetto della **diminuzione dell'aliquota Ires** dal 33% al 27,5% (con effetto a partire dal periodo d'imposta 2008) doveva essere rilevata a conto economico una **sopravvenienza attiva non tassabile**, pari a 7.260, in quanto il **fondo imposte differite** risultava **esuberante**. La scrittura contabile era la seguente:

Fondo imposte differite	a	Sopravvenienza attiva	7.260	7.260
-------------------------	---	-----------------------	-------	-------

Infine, si deve aggiungere che, la differenza di conferimento imputata al conto economico come **plusvalenza**, poteva essere rilevata anche in una **riserva** di conferimento **liberamente utilizzabile e liberamente distribuibile**.

Scritture effettuate dalla conferitaria

Nelle scritture contabili della società **conferitaria** doveva essere rilevato l'**aumento** del **capitale sociale** effettuato a fronte del conferimento ricevuto e l'iscrizione degli elementi dell'**attivo** e del **passivo** del **ramo d'azienda**:

Società Alfa c/ sottoscrizione	a	Capitale sociale	708.000	708.000
-----------------------------------	---	------------------	---------	---------

Diversi	a	Diversi		
Avviamento			150.000	
Software			30.000	
Fabbricati			340.000	
Attrezzature			200.000	
Rimanenza mat. prime			30.000	
Rimanenze prod. finiti			60.000	
Crediti			148.000	
Banca			150.000	
		Tfr		130.000
		Debiti vs. fornitori		200.000
		Debiti diversi		70.000
		Società Alfa c/sottoscrizione		708.000

La disciplina del conferimento realizzativo o «**modello della cessione**» è limitata, dal **1° gennaio 2008**, ai soli **conferimenti di partecipazioni di controllo o di collegamento**.

MODELLO DELLA NEUTRALITÀ O SUCCESSIONE NEL CONFERIMENTO D'AZIENDA

Dal **2008** costituisce il **regime naturale** – nonché l'**unico regime** – per i conferimenti di azienda effettuati nell'**esercizio di imprese commerciali** e dà luogo ad una **continuità dei valori fiscali** tra la **conferente** e la **conferitaria**.

In altri termini, l'operazione di conferimento **non** configura un'operazione di **cessione** (come nel caso precedente) **ma** una vera e propria «**SUCCESSIONE**» della conferitaria nei valori fiscalmente rilevanti della conferente.

Tale regime, disciplinato dall'**art 176 TUIR**, può essere attuato:

- 1) «a valori di **continuità contabile**»;
- 2) «a valori in **doppia sospensione d'imposta**» («**bisospensivo neutro**»).

Il regime di **neutralità** rende **irrilevante** ai **fini fiscali** l'eventuale iscrizione nelle scritture contabili del soggetto conferente o del soggetto conferitario di **valori diversi** da quelli **fiscalmente riconosciuti**.

1) Modello della **neutralità** « **a valori contabili** »

Nel conferimento «**a valori contabili**», la **conferitaria** iscrive gli elementi dell'**attivo** e del **passivo** del **ramo ricevuto** secondo gli **stessi valori contabili** con cui questi ultimi erano iscritti nel bilancio della **conferente**:

- il costo storico dei **macchinari** ed il relativo **fondo di ammortamento** iscritto nella contabilità della conferente vengono riportati con gli stessi valori nella contabilità della conferitaria;
- il valore nominale dei **crediti** ed il relativo **fondo svalutazione** iscritto nella contabilità della conferente sono esposti con gli stessi importi nelle scritture contabili della conferitaria;
- le **rimanenze** della conferente conservano la loro stratificazione Lifo presso la conferitaria.

ESEMPIO

Si consideri l'ipotesi di conferimento da parte della società **Alfa** del **ramo d'azienda** costituito dai seguenti **elementi patrimoniali** dell'**attivo** e del **passivo**:

Attivo-Passivo	Costo fiscalmente riconosciuto	Valori di perizia (a valore normale)
Attivo Stato Patrimoniale		
Software	50.000	30.000
› F.do amm.to software	(20.000)	
	30.000	
Fabbricati	300.000	340.000
› F.do amm.to fabbricati	(10.000)	
	290.000	
Attrezzature	200.000	200.000
› F.do amm.to attrezzature	(20.000)	
	180.000	
Rimanenze materie prime	30.000	30.000
Rimanenze prodotti finiti	60.000	60.000
Crediti vs. clienti	150.000	148.000
› F.do svalutazione crediti	(2.000)	
	148.000	
Banca	150.000	150.000
Totale attivo (A)	888.000	958.000
Passivo stato patrimoniale		
Tfr	130.000	130.000
Debiti vs. fornitori	200.000	200.000
Debiti diversi	70.000	70.000
Totale passivo (B)	400.000	400.000
Avviamento (C)		150.000
Netto conferito (A-B+C)	488.000	708.000
Plusvalenza da conferimento	220.000	

La **plusvalenza potenziale** derivante dai valori della **perizia di stima** non verrà rilevata, in quanto la **conferitaria** iscriverà i beni ricevuti secondo i **valori contabili** della **conferente** e questa iscriverà la **partecipazione** al **valore netto contabile** dei beni conferiti a **nulla** rilevando i valori di **perizia**:

Diversi	a	Diversi		
F.do amm.to software			20.000	
F.do amm.to fabbricati			10.000	
F.do amm.to attrezzature			20.000	
F.do svalutazione crediti			2.000	
Tfr			130.000	
Debiti vs. fornitori			200.000	
Debiti diversi			70.000	
Società Beta c/conferimento			488.000	
		Software		50.000
		Fabbricati		300.000
		Attrezzature		200.000
		Rimanenza mat. prime		30.000
		Rimanenze prod. finiti		60.000
		Crediti		150.000
		Banca		150.000

Partecipazioni	a	Società Beta c/conferimento	488.000	488.000
----------------	---	-----------------------------	---------	---------

Società Alfa c/sottoscrizione	a	Capitale sociale	488.000	488.000
-------------------------------	---	------------------	---------	---------

Diversi	a	Diversi		
Software			50.000	
Fabbricati			300.000	
Attrezzature			200.000	
Rimanenza mat. prime			30.000	
Rimanenze prod. finiti			60.000	
Crediti			150.000	
Banca			150.000	
		F.do amm.to software		20.000
		F.do amm.to fabbricati		10.000
		F.do amm.to attrezzature		20.000
		F.do svalutazione crediti		2.000
		Tfr		130.000
		Debiti vs. fornitori		200.000
		Debiti diversi		70.000
		Società Alfa c/sottoscrizione		488.000

2) Modello della **neutralità**

« **a valori in doppia sospensione di imposta** »

Nel conferimento «a valori in doppia sospensione di imposta» la società **conferente** e la società **conferitaria** possono assumere rispettivamente i valori della **partecipazione** e del **ramo aziendale** ricevuto a **valori correnti** secondo, quindi, i valori di **perizia**, senza che ciò ingeneri conseguenze in termini di imposizione fiscale. **Ai fini fiscali**, infatti, la **conferente** assume come valore della **partecipazione** l'ultimo valore fiscalmente riconosciuto dell'**azienda conferita** e la società **conferitaria** assume gli elementi **attivi** e **passivi** secondo gli stessi valori fiscali che avevano presso la **conferente**.

Conferimento **bisospensivo**

Dal punto di vista pratico-procedurale, il conferimento comporta dunque:

- la **perizia di stima** deve esporre i **valori lordi «rivalutati»** ed i relativi fondi rettificativi;
- il maggior valore della **partecipazione**, rispetto al costo fiscale del patrimonio netto conferito, iscritto nelle scritture contabili della società **conferente**, rappresenta un «**valore in sospensione d'imposta**» da attestare con apposito prospetto di riconciliazione, da riportare nella dichiarazione dei redditi;
- i **maggiori valori** degli **elementi patrimoniali acquisiti**, rispetto al costo fiscale dei medesimi, iscritti nelle scritture contabili della società **conferitaria**, rappresentano «**valori in sospensione d'imposta**» da attestare con apposito prospetto di riconciliazione, da riportare nella alla dichiarazione dei redditi, e **non hanno rilevanza fiscale**;
- nelle scritture contabili della **conferitaria** i valori devono essere iscritti «**a saldi aperti**», cioè il «**costo rivalutato in sospensione d'imposta**» ed il relativo **fondo di ammortamento** risultante dal bilancio della **conferente**.

ESEMPIO

La società **Alfa** conferisce il **ramo d'azienda**:

Attivo-passivo	Costo fiscalmente riconosciuto	Valori di perizia (a valore normale)
Attivo stato patrimoniale		
<i>Software</i>	50.000	
› F.do amm.to software	(20.000)	
	30.000	30.000
<i>Fabbricati</i>	300.000	
› F.do amm.to fabbricati	(10.000)	
	290.000	340.000
<i>Attrezzature</i>	200.000	
› F.do amm.to attrezzature	(20.000)	
	180.000	200.000
Rimanenze materie prime	30.000	30.000
Rimanenze prodotti finiti	60.000	60.000
Crediti vs. clienti	150.000	
› F.do svalutazione crediti	(2.000)	
	148.000	148.000
Banca	150.000	150.000
Totale attivo (A)	888.000	958.000
Passivo stato patrimoniale		
Tfr	130.000	130.000
Debiti vs. fornitori	200.000	200.000
Debiti diversi	70.000	70.000
Totale passivo (B)	400.000	400.000
Avviamento (C)		150.000
Netto conferito (A-B+C)	488.000	708.000
Plusvalenza da conferimento	220.000	

La **plusvalenza contabile** è determinata dallo scostamento tra i valori di perizia (708.000) ed il valore contabile dell'azienda trasferita. Si ritiene che la stessa, posto che non è previsto alcun obbligo di iscrizione in apposita riserva del passivo, debba essere rilevata a **conto economico**.

A seguito delle modifiche introdotte dal **D.Lgs. 18 agosto 2015 n. 139** (eliminazione dell'area straordinaria del Conto Economico), le **plusvalenze** scaturite da operazioni poste in essere dal **1° gennaio 2016**, dovranno essere contabilizzate nell'**area ordinaria**.

Detta **plusvalenza**, anche se rilevata a **conto economico**, non è comunque rilevante ai fini Ires e va **detassata** mediante una variazione in diminuzione in Dichiarazione dei Redditi.

Ai fini **Irap**, con la recente modifica dell'art. 5, D.Lgs. 446/1997 – ad opera dell'art. 13-bis del D.L. 244/2016, convertito con modificazioni dalla legge 27 febbraio 2017 n. 19 – le componenti di natura straordinaria derivanti da trasferimenti d'azienda o di rami d'azienda **non concorrono** alla formazione della **base imponibile**.

Solo nel momento in cui la **partecipazione** oggetto di **conferimento** viene **ceduta** tale **plusvalenza** assume **rilevanza ai fini fiscali**. Si ipotizzi, infatti, che la **conferente ceda** la **partecipazione** per un prezzo pari a 1.000.000, la **plusvalenza** sarà determinata dalla **differenza** tra il **prezzo di cessione** e il **costo** della **partecipazione**. In tal caso il valore della partecipazione, ovvero il **costo di riferimento**, non sarà pari al valore iscritto in bilancio e cioè a 708.000 ma a **488.000**, con conseguente emersione di una **plusvalenza maggiore**, che, in assenza dei requisiti previsti dall'art. 87 del Tuir, sarà assoggettata a **tassazione integralmente**. Sul **disallineamento** fra **valore contabile** e **valore fiscale** della partecipazione la società **conferente** deve stanziare le **imposte differite passive**.

Diversi	a	Diversi		
F.do amm.to software			20.000	
F.do amm.to fabbricati			10.000	
F.do amm.to attrezzature			20.000	
F.do svalutazione crediti			2.000	
Tfr			130.000	
Debiti vs. fornitori			200.000	
Debiti diversi			70.000	
Società Beta c/conferimento			708.000	
		Software		50.000
		Fabbricati		300.000
		Attrezzature		200.000
		Rimanenza mat. prime		30.000
		Rimanenze prod. finiti		60.000
		Crediti		150.000
		Banca		150.000
		Plusvalenza da conferimento		220.000

Partecipazioni	a	Società Beta c/conferimento	708.000	708.000
----------------	---	-----------------------------	---------	---------

Inoltre, la società **conferente**, deve compilare nella propria **dichiarazione dei redditi** il **prospetto di riconciliazione** tra il valore iscritto in bilancio (708.000) ed il costo fiscalmente riconosciuto della partecipazione (488.000).

Scritture effettuate dalla **conferitaria**

Le scritture contabili della conferitaria afferiscono **all'aumento del capitale sociale** e alla rilevazione a **valori correnti** degli elementi dell'**attivo** e del **passivo**.

Nella prassi è diffuso l'utilizzo del modello a **saldi aperti**, nonostante la rappresentazione a **saldi chiusi** sia più **coerente** con la natura civilistica di atto realizzativo propria dell'operazione di conferimento.

Nel modello a saldi aperti il **conferitario** attribuisce al complesso aziendale acquisito i medesimi **valori fiscalmente riconosciuti** che gli stessi avevano presso il **conferente**.

Nel modello a **saldi chiusi** invece l'**ammortamento** di bilancio è commisurato al **nuovo valore** di carico nelle scritture contabili del **conferitario**, con stralcio del precedente fondo ammortamento e fiscalmente si prosegue a determinare l'ammortamento deducibile sul costo storico dei beni al lordo del fondo ammortamento.

Il regime di **neutralità** del **conferimento** è comunque **indifferente** rispetto alla **modalità contabile** adottata (a saldi chiusi o a saldi aperti), poiché **fiscalmente** si attua una continuità dei valori dell'attivo lordo e del passivo lordo presso il **conferitario (saldi aperti)**.

Aspetti Fiscali

Imposte Dirette

Neutralità fiscale del conferimento di azienda o di ramo di azienda

L'operazione di conferimento di azienda o di ramo di azienda effettuata nell'esercizio di impresa commerciale, possono beneficiare del regime di neutralità fiscale se ricorrono i seguenti presupposti (soggettivo ed oggettivo):

Presupposto soggettivo

- se effettuata **tra soggetti residenti** nel territorio dello Stato che operano nell'esercizio di imprese commerciali, oppure;
- se effettuata tra soggetti non residenti, purché aventi ad **oggetto aziende** situate nel **territorio dello Stato**.

Presupposto oggettivo

E' rappresentato principalmente dalla **definizione di azienda** (« *complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa* » (art. 2555 c.c.)).

Le operazioni di conferimento di azienda similmente alle fusioni e alle scissioni, non sono realizzative per il **conferente**, né di **plusvalenze** né di **minusvalenze**.

Imposte Indirette

IVA

Ai fini dell'imposta sul valore aggiunto i conferimenti sono assimilati alle cessioni a titolo oneroso di cui all'art. 2, DPR 633/1972. Dall'equiparazione ne deriva che l'operazione rientra nel campo di applicazione dell'imposta. Tuttavia, ai fini dell'assoggettamento alla disciplina dell'Iva occorre distinguere in relazione all'oggetto del conferimento:

- se vengono conferiti un'**azienda** o un **ramo aziendale**, il conferimento è **escluso** dal campo di applicazione dell'Iva per carenza del requisito oggettivo (art. 2, comma 3, lett. b), DPR 633/1972);
- se viene conferito un **bene aziendale** ovvero un **complesso di beni** che **non configurano** un'**azienda**, il conferimento **rientra** nel campo di applicazione dell'imposta.

IMPOSTE IPOTECARIE E CATASTALI

Se il conferimento ha per oggetto un'azienda o un ramo aziendale, anche con componente immobiliare, le imposte ipotecarie e catastali si applicano nella misura fissa di € 200,00 per ciascuna imposta. Nel caso in cui il conferimento abbia ad oggetto beni immobili le imposte ipotecarie e catastali si applicano in misura fissa o proporzionale.

La *Liquidazione d'azienda*

Con la liquidazione entriamo nella **fase conclusiva** della vita dell'azienda.

La liquidazione è una fase della vita delle società durante la quale l'attività propria dell'impresa si sostituisce ad operazioni volte a realizzare le varie attività societarie per poi ripartirle tra i soci. In altre parole, si abbandona la regolare gestione per procedere alla liquidazione, operazione che necessita di **tre fasi** preliminari:

- **realizzazione** dell'attivo patrimoniale;
- **estinzione** di tutti i debiti accesi;
- **ripartizione** del residuo tra i soci.

Lo scioglimento con liquidazione della società è, dunque, quella fase della vita aziendale che fa da preludio all'**estinzione** della società con la conseguente **cancellazione** dal Registro delle Imprese tenuto presso la Camera di Commercio.

Esamineremo solamente la **liquidazione volontaria** decisa, cioè, “volontariamente” dai soci e non le liquidazioni di natura fallimentare.

Il codice civile disciplina la liquidazione in più punti:

- le norme delle **società semplici** previste dagli artt.2272-2283 c.c., estendibili anche alle altre forme societarie;
- norme specifiche per le **società di persone** contenute negli artt.2308-2312 c.c. per le S.n.c. e artt.2223-2324 c.c. per le S.a.s.;
- norme specifiche per tutte le **società di capitali** contenute negli artt.2484-2496 c.c.

SOCIETÀ SEMPLICI

Per quanto riguarda le società semplici sono previste le **cause di scioglimento** di seguito elencate:

Decorso del termine	Il contratto sociale può prevedere una durata della società : ● a tempo indeterminato: in tal caso il socio può recedere; ● a tempo determinato: in tal caso il termine può essere prorogato anche tacitamente (se decorso il termine le operazioni sociali continuano a compiersi) facendolo divenire a tempo indeterminato.
Conseguimento dell'oggetto sociale o sopravvenuta impossibilità di conseguirlo	La società semplice si scioglie qualora l' oggetto sociale sia conseguito tantoché l'attività sociale stessa non risulta più giustificata. Oltremodo detta società si scioglie qualora l'oggetto sociale non sia più giuridicamente perseguibile (è il caso della revoca di una concessione, del sopraggiungere di una situazione irreversibile interna alla società ovvero di un contrasto non dipanabile tra soci).
Volontà di tutti i soci	Con il consenso unanime dei soci è possibile sciogliere la società.
Mancanza pluralità dei soci	Qualora sopraggiunga la mancanza della pluralità dei soci e questa non si ricostituisce entro sei mesi, la società si scioglie e gli effetti si producono ex nunc .
Altre cause previste dal contratto sociale	I soci nel contratto sociale possono disporre altre cause di scioglimento, diverse ed ulteriori rispetto a quelle fissate dalla legge.
Dichiarazione di fallimento	Qualora la società sia investita da una dichiarazione di fallimento, la stessa si scioglie.

SOCIETÀ DI PERSONE

La **procedura di liquidazione** può essere **evitata** qualora i soci, durante la vita normale della società **alienino tutto il patrimonio sociale** e procedano **direttamente** alla **cessazione** della società.

S.N.C.

Questo tipo di società si scioglie:

- al verificarsi di una delle cause di scioglimento previste per le società semplici dall'articolo 2272 del codice civile;
- per provvedimento dell'autorità governativa nei casi stabiliti *ex lege*.

S.A.S.

Tale tipologia societaria è soggetta a scioglimento quando:

- si verifica una delle cause previste dalle società semplici;
- la compagine sociale resta composta dai **solì soci accomandanti** ovvero **accomandatari** e tale situazione permanga **oltre** il termine massimo di **6 mesi** previsto per il reintegro della compagine sociale completa di entrambe le tipologie di soci.
- Se entro lo stesso termine gli **accomandatari** proseguono l'attività senza sostituire gli accomandanti, la società si **trasforma in S.n.c.**
- **Non è invece possibile proseguire l'attività in assenza di soci accomandatari.**

SOCIETÀ DI CAPITALI

L'**art. 2484 cod. civ.**, introdotto dal provvedimento di riforma del diritto societario, individua le **cause di scioglimento** per **S.p.A., S.r.l. e S.a.p.a.** come dalla sotto esposta elencazione:

- 1) per il **decorso del termine**;
- 2) per il **conseguimento dell'oggetto sociale o per la sopravvenuta impossibilità di conseguirlo** *salvo che l'assemblea, all'uopo convocata senza indugio, non deliberi le opportune modifiche statutarie*;
- 3) per l'**impossibilità di funzionamento** o per la **continuata inattività** dell'assemblea;
- 4) per la **riduzione del capitale al di sotto del minimo legale**, salvo quanto è disposto dagli artt. 2447 e 2482-ter (riduzione del capitale sociale al di sotto del limite legale rispettivamente per S.p.A., S.r.l. e S.a.p.a.);
- 5) nelle **ipotesi previste dagli artt. 2437-quater** (procedimento di liquidazione in relazione al recesso del socio delle società per azioni) e **2473 c.c.** (recesso del socio di società a responsabilità limitata). Tali previsioni – in relazione al recesso del socio laddove non sia possibile operare il rimborso della quota tramite l'utilizzo di riserve disponibili o riduzione del capitale sociale – sono disposizioni innovative rispetto al passato;
- 6) per **deliberazione dell'assemblea**;
- 7) per le **altre cause previste dall'atto costitutivo o anche dallo statuto** (l'indicazione dello statuto è una “novità ” rispetto al passato).

Il **secondo comma dell'art. 2484 cod. civ.**, stabilisce anche lo scioglimento «per le **altre cause previste dalla legge**». In questa asserzione sono ricomprese la **dichiarazione di fallimento** e il provvedimento di **liquidazione coatta amministrativa** (artt. 194 e ss. legge fallimentare).

ASPETTI PROCEDURALI

A seguito della liquidazione, sono posti a carico degli amministratori dei limiti. In particolare,

per le **società di persone**, ai sensi dell'art. 2274 cod. civ.,

«i **soci amministratori** conservano il potere di amministrare» l'impresa, ma «limitatamente agli **affari urgenti**, fino a che siano presi i provvedimenti necessari per la liquidazione».

Al verificarsi di un fatto che determini lo scioglimento della società dovrà essere presa, per le

società di capitali,

una delibera di liquidazione dall'assemblea **entro trenta giorni**. Per le **società quotate** il termine è ridotto a **venti giorni** (D.M. 5 novembre 1998, n. 437, art. 1, comma 2).

Per le **società di persone**

è invece sufficiente la volontà dei soci senza la necessità di riunione collegiale degli stessi.

È da tener presente che, mentre nella liquidazione delle **società di capitali** si rende **necessaria la nomina di uno o più liquidatori**, nelle **società di persone** si può nominare uno o più liquidatori, ma la fase di liquidazione potrebbe essere gestita **anche dagli amministratori**.

Infatti ai **fini civilistici** la liquidazione:

- non è prevista per le **imprese individuali**;
- è prevista per **tutte le società**;
- è da considerarsi **facoltativa** per le **società di persone**.

In argomento esiste infatti una consolidata giurisprudenza.

Per tutte si cita la sentenza della Cassazione n. 5927 del 13 dicembre 1978 per la quale « *nelle società di persone, il procedimento formale di liquidazione non è posto in modo assoluto dalla legge nel senso che le parti hanno la facoltà di evitarlo, pervenendo all'estinzione dell'ente sociale attraverso una divisione consensuale, ovvero chiedendo concordemente al giudice di definire i loro rapporti* ».

Ai fini fiscali la liquidazione è invece da considerare procedura **facoltativa** per le **imprese individuali** e le **società di persone**.

Gli amministratori devono **«senza indugio accertare il verificarsi di una causa di scioglimento»** contemplata nell'**art. 2484 c.c.** nonché procedere agli adempimenti previsti, dal medesimo articolo, al terzo comma, e in caso di **«ritardo od omissione sono personalmente e solidalmente responsabili per i danni subiti dalla società, dai soci, dai creditori sociali e dai terzi»**.

L'**art. 2486 c.c.**, relativo ai poteri degli amministratori, pone fine all'ambigua disposizione, contenuta nel primo comma del previgente art. 2449 cod. civ., che impediva agli amministratori di porre in essere «nuove operazioni» al verificarsi di una causa di scioglimento. Ora, il **primo comma** dell'**art. 2486 c.c.**, stabilisce che «al verificarsi di una causa di scioglimento e fino al momento della consegna» ai liquidatori dei beni aziendali, ai sensi dell'**art. 2487-bis**, gli **amministratori «conservano il potere di gestire la società, ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale»**.

Il **D.Lgs. n. 14 del 12 gennaio 2019** (“Codice della crisi”) ha **aggiunto un comma all'art.2486 c.c.**, del seguente tenore:

«Quando è accertata la responsabilità degli amministratori a norma del presente articolo, e salva la prova di un diverso ammontare, il danno risarcibile si presume pari alla differenza tra il patrimonio netto alla data in cui l'amministratore è cessato dalla carica o, in caso di apertura di una procedura concorsuale, alla data di apertura di tale procedura e il patrimonio netto determinato alla data in cui si è verificata una causa di scioglimento di cui all'articolo 2484, detratti i costi sostenuti e da sostenere, secondo un criterio di normalità, dopo il verificarsi della causa di scioglimento e fino al compimento della liquidazione. Se è stata aperta una procedura concorsuale e mancano le scritture contabili o se a causa dell'irregolarità delle stesse o per altre ragioni i netti patrimoniali non possono essere determinati, il danno è liquidato in misura pari alla differenza tra attivo e passivo accertati nella procedura».

NOMINA E REVOCA DEI LIQUIDATORI E RELATIVA PUBBLICITÀ

Con la **nomina** dei liquidatori si entra nella fase “esecutiva” della liquidazione. Per le società di qualsiasi tipo, dal momento dell’accettazione della nomina i liquidatori sostituiscono gli amministratori ed iniziano la loro attività. La **pubblicazione** della nomina dei liquidatori avrebbe quindi la sola «funzione di rendere efficace nei confronti dei terzi il loro potere di rappresentanza già oggettivamente esistente». Si fanno presenti, inoltre, **due aspetti**: la **durata** della nomina del liquidatore che, a differenza delle cariche di amministratore o sindaco, non è legata ad un periodo ben preciso (per esempio un triennio) e non prevede un termine. Il secondo aspetto è proprio della **pluralità o meno dei liquidatori**. In genere parliamo di liquidatore, ma l’istituto prevede la nomina anche di un collegio di liquidatori. Se viene nominato un collegio dei liquidatori, tale collegio avrà un numero dispari di membri (spesso tre) e delibera – se occorre – a maggioranza. Le **cause di ineleggibilità** saranno le stesse previste per gli amministratori dall’art. 2382 c.c.; pure le responsabilità civili e penali sono simili a quelle degli amministratori. Le **delibere dei liquidatori** dovranno essere trascritte o nel precedente libro del consiglio di amministrazione, o in uno specifico nuovo libro tenuto ai sensi dell’art. 2421 cod. civ.

In caso di **revoca**, per le **società di persone**, l’art. 2275, secondo comma, c.c. prevede che «i liquidatori possono essere revocati per volontà di tutti i soci e in ogni caso dal tribunale per giusta causa su domanda di uno o più soci», mentre per le **società di capitali** i liquidatori, ai sensi dell’art. 2487, ultimo comma, c.c., possono essere revocati dall’assemblea o, quando «sussiste una giusta causa, dal tribunale su istanza dei soci, dei sindaci o del pubblico ministero».

Come la nomina, anche la revoca del liquidatore (o la sua sostituzione) dovrà essere presa in sede di **assemblea straordinaria**.

CONTABILITA' NELLA FASE LIQUIDATORIA

Come nelle società in normale funzionamento, anche le società in liquidazione debbono tenere un'ordinata **contabilità** con i relativi **libri obbligatori** e quei libri necessari per la natura e le dimensioni dell'impresa.

L'obbligo di detta regolare tenuta spetta, ovviamente, ai liquidatori, i quali, procederanno quindi nel realizzo delle attività e nel pagamento dei debiti. Nell'ipotesi di attivo insufficiente dovranno richiedere un versamento ai soci, oppure il fallimento.

Successivamente i liquidatori presenteranno il **bilancio finale di liquidazione** ed il **piano di riparto** che dovranno «essere comunicati mediante raccomandata o pec ai soci, e s'intendono **approvati** se non sono stati impugnati nel termine di **due mesi** dalla comunicazione» (**società di persone**).

Per le **società di capitali** il bilancio finale di liquidazione va depositato presso il registro delle imprese e la sua approvazione avviene decorso il termine di **tre mesi** senza che vi siano reclami da parte dei soci.

Per accelerare l'iter sopra esposto per entrambe le categorie di società, spesso si procede all'**approvazione del bilancio finale di liquidazione** da parte dei **soci**.

È sottolineato dalla dottrina come l'approvazione del bilancio finale spetti ai soci (delle società di persone o di capitali) e **non** già all'**assemblea** in quanto nella fase terminale della liquidazione viene «esclusa ogni ingerenza della stessa assemblea...Anche la giurisprudenza si è mossa in tal senso precisando che il bilancio finale di liquidazione «deve essere approvato e sottoscritto **individualmente** da tutti i soci, e non mediante delibera assembleare».

Bilancio di liquidazione per le **società di persone** (art. 2277, c.c.)

La norma prevede che gli amministratori devono consegnare ai liquidatori i beni e i documenti sociali e presentare ad essi il conto della gestione relativo al periodo successivo all'ultimo rendiconto.

Ad esempio, ipotizzando che una S.n.c. venga posta in liquidazione in data 20 ottobre 2016, e l'ultimo bilancio sia relativo all'anno 2015, occorrerà predisporre un apposito bilancio per il periodo 1° gennaio 2016 – 20 ottobre 2016.

La norma in esame stabilisce anche che gli amministratori e i liquidatori sono tenuti a stilare un inventario di tutte le attività e passività della società esistenti alla data della messa in liquidazione; tale inventario verrà trascritto sull'apposito libro inventari, e sottoscritto sia dagli amministratori che dai liquidatori.

Oltremodo, qualora la liquidazione si protragga oltre l'esercizio, i liquidatori, alla fine di ogni periodo, redigono un bilancio infrannuale, prendendo a base criteri di valutazione coerenti all'obiettivo di estinzione e liquidazione della società.

Al termine della liquidazione dovrà invece essere presentato il bilancio finale di liquidazione ed il piano di riparto del residuo attivo, da comunicare ai soci a mezzo raccomandata o pec.

Il bilancio finale di liquidazione sarà approvato se, decorso il termine di **due mesi** dalla comunicazione, non ci sono state osservazioni in merito da parte dei soci. A differenza delle società di capitali, non deve essere depositato presso il Registro delle imprese, ma semplicemente comunicato ai soci mediante raccomandata o pec.

Bilancio di liquidazione per le **società di capitali**

L'art. 2490, c.c., rubricato «*Bilanci in fase di liquidazione*» prevede che i liquidatori devono redigere il bilancio e presentarlo entro i termini previsti per la presentazione del bilancio di esercizio della società, per l'approvazione all'assemblea ovvero ai soci nel caso di previsione statutaria.

Tale norma sancisce l'obbligo per i liquidatori delle società di capitali di redigere, con cadenza annuale, il bilancio di liquidazione, che assume la denominazione di **bilancio intermedio** quando la liquidazione si protrae per più esercizi, e di presentarlo per l'approvazione all'assemblea dei soci.

Nel caso di S.r.l., nel cui atto costitutivo sia previsto che il bilancio possa essere approvato senza deliberazione assembleare (ma con consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto *ex art. 2479, co. 3, c.c.*), deve essere presentato ai soci per l'approvazione.

I bilanci in corso di liquidazione presentano, dunque, una struttura analoga a quella dei bilanci d'esercizio e, quindi, si articolano in **stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa**.

Nella nota integrativa allegata al bilancio di liquidazione non possono ovviamente figurare tutte le informazioni previste dagli artt. 2427 e 2427-*bis*, c.c., per il bilancio d'esercizio. L'art. 2490, co. 3, c.c., stabilisce che nella nota integrativa i liquidatori devono indicare e motivare i criteri di valutazione adottati. Le informazioni si limiteranno, dunque, all'indicazione dei motivi dell'azzeramento delle poste dell'attivo e del passivo e dei criteri di valutazione delle diverse poste di bilancio.

Particolare attenzione va posta al **primo bilancio di liquidazione**, in quanto deve fungere da ponte tra la gestione operativa e liquidativa.

I liquidatori devono indicare le variazioni intervenute dall'adozione dei criteri di valutazione rispetto all'ultimo bilancio approvato ed inoltre deve essere allegata la documentazione predisposta *ex art.2487-bis*, c.c., ultimo co., ovvero la situazione dei conti alla data di effetto dello scioglimento ed il rendiconto della gestione relativo al periodo successivo l'approvazione dell'ultimo bilancio fino alla nomina dei liquidatori.

Le società in liquidazione, vengono **cancellate d'ufficio dal Registro delle imprese**, qualora per tre anni consecutivi non venga depositato il bilancio annuale di liquidazione. Con questa norma l'ordinamento italiano si avvicina nei presupposti alle cause di estinzione ricorrenti negli ordinamenti stranieri, costituite dall'inattività degli organi sociali.

Inoltre, nel silenzio della legge si pone una questione per l'eventualità in cui nei confronti della società estinta al seguito della cancellazione, pendano rapporti giuridici non ancora definiti. Ci si chiede se, qualora si accerti che la cancellazione per il mancato deposito del bilancio **per tre anni consecutivi** è avvenuta senza previo completamento del procedimento di liquidazione, si debba procedere a **cancellare la cancellazione** della società nel registro imprese. Sul punto un recentissimo decreto dell'Ufficio del Giudice del Registro delle imprese (Tribunale Roma 29 agosto 2016) ha affermato che «sulla base delle conclusioni cui sono pervenute le sezioni unite della Corte di cassazione (Cass. civile, S.U., 12 marzo 2013, n. 6070, da ultimo richiamata da Cass. Sez. Trib. 23 marzo 2016, n. 5735), l'esistenza di un fenomeno successorio impedisce di ravvisare ogni possibilità di procedere alla cancellazione della iscrizione di cessazione della società, una volta determinatosi l'effetto estintivo da essa considerato.

LIQUIDAZIONE DELL'ATTIVO E PIANO DI RIPARTO NELLE SOCIETÀ DI CAPITALI (art. 2492 c.c.)

L'art. 2492 co.1 c.c., prevede che i liquidatori abbiano *«l'obbligo di redigere il bilancio finale, indicando la parte spettante a ciascun socio o azione nella divisione dell'attivo»*.

Pertanto, si può affermare che il **piano di riparto** sia un prospetto nel quale si espongono tutti i calcoli effettuati per determinare le quote di capitale netto finale di liquidazione relativamente ad ogni socio.

A differenza di quanto accade nelle **società di persone**, dove il piano di riparto consiste in un semplice elemento aggiuntivo rispetto all'insieme di documenti di cui consta il bilancio finale di liquidazione, nelle **società di capitali** il piano di riparto risulta parte integrante di detto sistema ed assume valenza di progetto di ripartizione del residuo attivo, a giudizio di alcuni modificabile dai soci, e alla cui esecuzione i liquidatori non sono obbligati.

La predisposizione del piano di riparto non si presenta così semplice in quei modelli societari in cui l'autonomia statutaria può regolare e prevedere l'attribuzione di diritti patrimoniali ai soci.

CASI DI DIFFICOLTÀ DI PREDISPOSIZIONE DEL PIANO DI RIPARTO

Si distinguono i seguenti casi:

- qualora il capitale sociale sia suddiviso in **azioni di differenti categorie**, che conferiscano al possessore diritti diversi in ordine al rimborso del valore nominale del titolo, la quota spettante a ciascuna azione **non** potrà essere **calcolata** dividendo semplicemente l'attivo netto realizzato per il numero di azioni in circolazione, ma bisognerà tenere conto dei **diritti spettanti a ciascuna categoria**, ossia delle priorità nella **ripartizione degli utili** allo **scioglimento** della società oppure delle **postergazioni** nel **rimborso** del capitale in ipotesi di liquidazione che connotano per disposizione statutaria, le azioni privilegiate e di risparmio, oppure le azioni di godimento;
- altro caso di particolare complessità in termini di costruzione del piano di riparto è quello nel quale l'assegnazione delle azioni, ovvero la distribuzione delle quote, avviene in **misura non proporzionale** ai conferimenti sottoscritti dai soci ed i conferimenti non sono stati eseguiti in eguale misura. Il **principio di parità di trattamento** dei **soci** obbliga al calcolo della quota di riparto in base all'entità del residuo attivo scaturente dalle operazioni di liquidazione, considerando i versamenti ancora dovuti a titolo di conferimento, nonché la necessità di compensare la quota di liquidazione spettante a ciascun socio con la parte di conferimenti da lui non ancora eseguita. Oltremodo i soci hanno **diritto** alla **divisione** di detto **residuo** in misura proporzionale alle azioni o quote da essi possedute.

CANCELLAZIONE DELLA SOCIETÀ

Con la chiusura e l'approvazione del bilancio finale di liquidazione non si conclude la serie di doveri in capo ai liquidatori. Questi, infatti, sono tenuti a chiedere la cancellazione della società dal Registro delle imprese, quale operazione che va a terminare il procedimento di liquidazione della società. La cancellazione è una fase obbligatoria sia per le società di capitali che per le società di persone.

Cancellazione delle **società di persone** dopo l'approvazione del bilancio di liquidazione (artt.2311 e 2312, c.c.)

La cancellazione si chiuderà trascorsi **due mesi** dalla comunicazione ai soci avente ad oggetto il bilancio finale di liquidazione ed il piano di riparto. Per contro, in caso di scioglimento della società non preceduto dalla fase di liquidazione, i soci possono chiedere la cancellazione della società, sia contestualmente all'atto di scioglimento che in una fase successiva all'iscrizione dell'atto di scioglimento nel Registro delle imprese. L'atto formale di cancellazione della società dal Registro delle imprese ha funzione di pubblicità e non ne determina l'estinzione, ove non siano ancora esauriti tutti i rapporti giuridici facenti capo alla società stessa (possono esserci ancora dei creditori insoddisfatti). La cancellazione delle società di persone ha efficacia meramente **dichiarativa**, mentre l'estinzione di tutti i rapporti giuridici passivi che fanno capo alla società rappresenta l'estinzione della società. Pertanto, se esistono ancora debiti da pagare, la società non può considerarsi estinta e, di conseguenza, i creditori sociali prevalgono sui creditori particolari dei singoli soci. L'approvazione del bilancio finale di liquidazione non è sufficiente a determinare la perdita dell'autonomia patrimoniale della società, che non si considera estinta fino a quando non si verifica la liquidazione effettiva di tutti i rapporti giuridici che fanno capo ad essa.

Cancellazione delle **società di capitali** dopo l'approvazione del bilancio di liquidazione (art. 2495 c.c.)

Il Legislatore della riforma ha previsto che, ferma restando l'estinzione della società, dopo la cancellazione i creditori sociali non soddisfatti possano far valere i loro crediti nei confronti dei soci. Questa possibilità esiste, nei confronti dei soci, fino alla concorrenza delle somme da questi riscosse in base al bilancio finale di liquidazione e nei confronti dei liquidatori, se il mancato pagamento è dipeso da colpa di questi. La cancellazione della società ha efficacia costitutiva, cioè produce *ex lege* l'estinzione della persona giuridica, anche in presenza di creditori insoddisfatti, quindi la cancellazione della società è condizione necessaria e sufficiente per l'estinzione della società. Questo significa che l'estinzione è comunque irrevocabile e non può essere rimessa in discussione dai creditori sociali ritenuti non soddisfatti. I creditori possono agire contro i soci e i liquidatori, e se tale domanda viene effettuata entro un anno dalla cancellazione può essere notificata presso l'ultima sede della società (qualora per oltre tre anni consecutivi non venga depositato il bilancio, la società è cancellata d'ufficio dal Registro delle imprese).

DEPOSITO E CONSERVAZIONE DEI LIBRI SOCIALI

Per quanto riguarda le **scritture contabili**, per le **società di persone** è previsto che le scritture contabili e i documenti devono essere conservati per **dieci anni**, a decorrere dalla cancellazione della società dal registro delle imprese, presso la **persona designata dalla maggioranza**. Per le **società di capitali** i libri della società devono essere depositati e conservati per **dieci anni** presso l'ufficio del **Registro delle imprese**.

Aspetti Contabili

AVVIO DELLA LIQUIDAZIONE

Il procedimento di liquidazione è finalizzato a:

- chiudere tutte le posizioni di debito della società attraverso il pagamento dei creditori sociali;
- liquidare l'eventuale attivo patrimoniale residuo mediante l'assegnazione ai soci degli *asset* della liquidità risultante dalla vendita degli stessi.

L'avvio della fase liquidatoria segna il momento di riferimento per la redazione di alcuni documenti contabili:

- 1) la **situazione dei conti** alla data di scioglimento;
- 2) il **rendiconto della gestione** degli amministratori;
- 3) il **bilancio iniziale** della liquidazione.

L'avvio della liquidazione:

- per le **società di persone**, decorre con la data della delibera di messa in liquidazione della società e la conseguente nomina da parte di soci di uno o più liquidatori, ovvero in caso di disaccordo tra i soci, con la data del provvedimento da parte del presidente del tribunale;
- per le **società di capitali**, decorre dalla data di iscrizione presso il registro delle imprese della dichiarazione con cui gli amministratori accertano il ricorrere di una delle cause di scioglimento della società; ovvero della delibera di messa in liquidazione della società qualora questa venga decisa dall'assemblea dei soci.

1) Situazione dei conti alla data di effetto dello scioglimento

Il primo documento, consiste in una situazione contabile riportante i **saldi patrimoniali ed economici** desumibili dal bilancio della società. L'OIC 5 prevede che tale documento debba essere redatto a partire dal **bilancio di verifica**, senza procedere ad alcuna scrittura rettificativa o di assestamento valutativo in generale.

2) Rendiconto della gestione degli amministratori nella fase di liquidazione

Tale documento, deve essere **redatto e consegnato dagli amministratori ai liquidatori**. Si tratta di un vero e proprio **bilancio infrannuale** redatto secondo i criteri di funzionamento che deve dare rappresentazione della situazione patrimoniale, finanziaria ed economica tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto la liquidazione.

Il rendiconto sulla gestione deve essere redatto in base ai principi ed ai criteri di cui agli artt. 2423 e segg. c.c. e deve essere costituito dai documenti ordinariamente previsti, ossia dallo **stato patrimoniale, dal conto economico, rendiconto finanziario e dalla nota integrativa**.

Il rendiconto della gestione costituisce un utile punto di riferimento per la redazione dell'**inventario di liquidazione**, documento la cui compilazione avviene, nelle società di capitali, a cura **esclusiva dei liquidatori**.

Non è espressamente prevista alcuna specifica approvazione da parte dell'assemblea né per la situazione dei conti né per il rendiconto sulla gestione; tuttavia tali documenti, in quanto allegati al primo bilancio annuale di liquidazione saranno **comunque sottoposti all'attenzione dell'assemblea**.

3) Bilancio iniziale di liquidazione

I **liquidatori insieme agli amministratori** devono redigere un inventario dal quale risulti lo stato attivo e passivo del patrimonio.

Tale adempimento, espressamente previsto nella normativa dedicata alle **società di persone**, prima della riforma societaria, era richiamato anche dall'art. 2452, c.c. relativo alle società per azioni.

Nella **nuova formulazione** della disciplina generale relativa alla liquidazione e allo scioglimento delle società di capitali tale richiamo non è stato mantenuto; **non è quindi più richiesta esplicitamente la predisposizione di un inventario** per tali società.

Come sottolineato nel documento **OIC 5**, tuttavia, posto che l'art. 2490, co. 4, c.c. stabilisce che *«nel primo bilancio successivo alla loro nomina i liquidatori devono indicare le variazioni nei criteri di valutazione adottati rispetto all'ultimo bilancio approvato, e le ragioni e conseguenze di tali variazioni»*, la formazione di un bilancio iniziale di liquidazione diviene necessaria anche per le società di capitali.

Si tratta di un documento che, nelle **società di capitali**, è di **esclusiva competenza dei liquidatori**, **non essendo previsto un intervento (ufficiale) degli amministratori** ai fini della condivisione delle risultanze dell'inventario.

Circa le **formalità** da seguire per la **redazione**, occorre rappresentare dettagliatamente e analiticamente gli elementi dell'attivo e del passivo, da un punto di vista sia qualitativo sia quantitativo.

La forma del **bilancio iniziale di liquidazione** è quella di una **situazione patrimoniale, priva di conto economico**.

Si rileva inoltre che, in mancanza di disposizioni specifiche, nella **prassi** è possibile riscontrare due modalità alternative per quanto riguarda le **società di persone**:

- redigere **due documenti separati**: uno ricognitivo degli elementi del patrimonio redatto in modo **analitico descrittivo e privo di valori (inventario)** e l'altro estimativo, in cui i **liquidatori** danno espressione dei **valori** degli elementi del patrimonio iniziale di liquidazione (**bilancio iniziale di liquidazione**);
- redigere un **unico documento** che assolva alla funzione **ricognitiva** (in cui le voci sono evidenziate sempre in modo analitico) ed **estimativa**.

In definitiva, ricondurre nel documento «bilancio iniziale di liquidazione» entrambe le esigenze informative sopra richiamate.

Le **funzioni** del bilancio iniziale di liquidazione sono di seguito elencate:

- accertare in modo completo e accurato la **situazione iniziale** delle attività e delle passività patrimoniali;
- accertare preventivamente e in chiave prospettica il **valore del netto che appare possibile recuperare** dall'attività liquidatoria;
- stabilire se presumibilmente i **fondi liquidi esistenti** in sede di apertura della liquidazione e gli incassi derivanti dal realizzo delle attività (e dalla eventuale gestione della società) siano **sufficienti ad estinguere le passività e a coprire le spese e gli oneri della liquidazione**;
- rappresentare un **punto di riferimento** nel caso in cui **sorgano tra amministratori e liquidatori contestazioni** in epoca successiva al passaggio delle consegne, essendo il bilancio di liquidazione un elenco degli elementi patrimoniali che gli amministratori consegnano ai liquidatori.

I **criteri di valutazione** da adottare per la sua predisposizione sono quelli di **presunto realizzo** per le attività e **valori di estinzione** per le passività. Le valutazioni effettuate in tale sede devono essere considerate **non definitive**, in quanto possono essere oggetto di modifiche a seguito di più approfondite indagini o nuove informazioni di cui i liquidatori vengono a conoscenza.

Le **valutazioni** in sede di redazione del **bilancio iniziale di liquidazione** possono essere soggette a notevoli **incertezze a causa di asimmetrie informative**, della estraneità dei liquidatori all'azienda e della tempistica molto ristretta a loro disposizione.

Seguendo il **criterio di presumibile realizzo ed estinzione** (e non più il criterio di continuazione dell'attività d'impresa ex art. 2423-*bis*, c.c.), nel bilancio iniziale di liquidazione dovranno essere rilevate **soltanto le attività suscettibili di realizzo monetario e le passività destinate ad essere estinte**, mentre **non troveranno allocazione** le seguenti **voci**:

- **costi pluriennali** che non hanno alcuna possibilità di essere recuperati a seguito della cessazione dell'attività (costi di impianto e ampliamento, costi di sviluppo, disagi su emissione obbligazioni ed in genere altri costi non ancora ammortizzati);
- i **beni immateriali** non trasferibili o non realizzabili (brevetti, marchi, concessioni, diritti di autore se privi di valore commerciale);
- l'**avviamento**, a meno che si presuma di cedere l'azienda in blocco per un valore superiore al netto contabile;
- le **poste rettificative dell'attivo** (fondi ammortamento, fondi svalutazione, fondi per rischi e oneri, TFR ed oneri relativi);
- **ratei e risconti attivi e passivi**: i *risconti attivi e passivi*, che rappresentano un credito od un debito per servizi già pagati ma non ancora usufruiti, devono essere eliminati se il credito si ritiene irrecuperabile o il debito non dovuto; per i **ratei attivi e passivi**, veri e propri crediti e debiti corrispondenti a ricavi e costi di competenza dell'esercizio in chiusura ma non ancora incassati o pagati, valgono i medesimi problemi che riguardano i crediti ed i debiti in generale;
- i **debiti prescritti**;

- le poste costituenti le **parti ideali del capitale netto**, in quanto la distinzione tra capitale sociale e riserve non ha ragione di essere mantenuta a seguito della liquidazione (non vi è più la necessità di distinguere utili distribuibili e non distribuibili ovvero mantenere l'intangibilità del capitale);
- le **poste rettificative del netto patrimoniale** (perdite degli esercizi precedenti o dell'esercizio in corso).

Possono inoltre essere stanziati **nuove voci** precedentemente non contabilizzate nel bilancio d'esercizio:

- tra le **attività**: i beni immateriali cedibili e con un presumibile valore di realizzo (per i quali esiste dunque un mercato), ad esempio: il segreto di fabbricazione, i brevetti, ecc.;
- tra le **passività**: le voci relative alle passività potenziali e alle spese di liquidazione.

Particolare attenzione deve essere posta dai liquidatori alle «**garanzie ed impegni**» iscritti in nota integrativa: in sede di liquidazione si dovrà, infatti, accertare se si sono verificate le circostanze in forza delle quali emergono passività, in tal caso le stesse dovranno essere iscritte tra i fondi rischi in luogo della corrispondente posta in nota integrativa.

Rettifiche di liquidazione

Le rettifiche di liquidazione sono rappresentate dalla **differenza tra i valori di funzionamento** (riportati dagli **amministratori** per la redazione del conto di gestione) ed i **valori di liquidazione** delle attività e passività.

Le rettifiche di liquidazione danno luogo ad un saldo che aumenta o diminuisce l'importo del patrimonio netto contabile che risulta dal rendiconto degli amministratori e concorrono a formare il **patrimonio netto iniziale di liquidazione**.

In particolare, i **liquidatori** dovranno movimentare il **conto «rettifiche di liquidazione»** che dovrà essere **girocontato al «capitale netto di liquidazione»**, mentre le eventuali differenze **tra valori di realizzo stimato e valori di realizzo effettivamente negoziati** dovranno essere rilevate nel conto **«Perdite e profitti di liquidazione»**.

Dovrà, inoltre, essere creato un **fondo per costi ed oneri di liquidazione** che dovrà contenere l'ammontare complessivo dei costi ed oneri che si prevede di sostenere per tutta la durata della liquidazione, al netto dei proventi che si prevede di conseguire. Il fondo per costi ed oneri di liquidazione figura distintamente nello stato patrimoniale del **bilancio iniziale di liquidazione ed in tutti i bilanci intermedi di liquidazione**.

Nel corso della liquidazione il **fondo** verrà man mano **neutralizzato** dall'iscrizione degli utilizzi del fondo a conto economico, ovvero da tutti i costi e gli oneri sostenuti ed i proventi realizzati a «consuntivo» ed iscritti per competenza a conto economico. Risulta evidente come, nonostante in sede di liquidazione si deroghi al principio di cassa, rimanga sempre in vigore il **principio di competenza**.

Obblighi contabili per le società in liquidazione

Sono i medesimi previsti per le società in funzionamento. Quindi ci sarà l'obbligo di redigere:

- **libro giornale:** è possibile utilizzare un giornale **specificatamente aperto alla procedura**, oppure continuare ad effettuare le registrazioni sui **libri contabili già esistenti** (in questo caso dovrà essere effettuata la **chiusura e la riapertura dei conti** relativi alla situazione presentata dagli amministratori);
- **libro degli inventari:** deve riportare la **situazione alla data di liquidazione**; la situazione **alla fine del primo periodo di liquidazione** (dalla data di messa in liquidazione alla data dell'esercizio in corso a tale data); la situazione **alla fine di ogni esercizio**; situazione **finale di liquidazione**.

ESERCITAZIONE

Si ipotizzi che la società Alfa S.r.l. sia messa in liquidazione il 31 dicembre del 2020 e gli amministratori presentino ai liquidatori il seguente rendiconto della gestione redatto secondo i normali criteri di redazione del bilancio civilistico.

Bilancio al 31 dicembre 2020	
Stato patrimoniale	
Immobilizzazioni materiali	2.400
Spese di impianto e ampliamento	60
Rimanenze	500
Crediti	900
Disponibilità liquide	100
Ratei e risconti	20
Totale attività	3.980
Patrimonio netto	1.000
TFR	102
Debiti (mutuo)	2.814
Altri debiti	60
Ratei e risconti	4
Totale passività	3.980
Conto economico	
A) Valore della produzione	2.300
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	2.000
Variazione rimanenze finali	300
B) Costi della produzione	3.283

Bilancio al 31 dicembre 2020**Conto economico**

Personale dipendente	1.300
Oneri sociali	433
Tfr	96
Amm.to beni materiali	514
Amm.to beni immateriali	40
Oneri diversi di gestione	900
Differenza A-B	- 983
C) Proventi e oneri finanziari	- 24
Perdita	- 1.007
Imposte	-
Perdita d'esercizio	- 1.007

Inventario 2020

Attività		Passività	
Immobilizzazioni materiali	3.428	F.do amm.to immobilizzazioni materiali	1.028
Spese di impianto e ampliamento	100	F.do amm.to impianto e ampliamento	40
Rimanenze	500	F.do svalutazione crediti	36
Crediti	936	Patrimonio netto	1.000
Banca e cassa	100	TFR	102
Risconti attivi	20	Debiti (mutuo)	2.814
		Altri debiti	60
		Ratei e risconti	4
	5.084		5.084

Scritture della **fase iniziale di liquidazione**

Sulla base del **rendiconto** fornito dagli **amministratori** si apre la **fase iniziale di liquidazione**, con la rilevazione in partita doppia delle seguenti **operazioni**:

- **riapertura** dei conti accesi alle attività e alle passività e al netto, quali risultano dalla situazione patrimoniale contabile di cui sopra (la scrittura è analoga a quella che si effettua in sede di apertura dei conti all'inizio di un qualsiasi esercizio);
- **annullamento** dei valori la cui liquidazione non darà luogo né ad introiti né ad esborsi;
- **storno dei fondi di ammortamento** relativi ai cespiti, dando espressione diretta al valore contabile residuo delle immobilizzazioni materiali;
- **storno dei fondi di svalutazione crediti** al mastro acceso ai crediti, dando espressione diretta al valore contabile dei crediti;
- **eliminazione di crediti** ritenuti sicuramente inesigibili in base a circostanze emerse dopo la formazione del conto della gestione;
- **rilevazione di voci non precedentemente contabilizzate** (beni immateriali quali brevetti che posseggono un valore di presumibile realizzo);
- **stanziamento e rilevazione dei costi di liquidazione e dei costi tributari**.

La **riapertura dei conti dei liquidatori** parte dalla situazione del **conto della gestione** presentato dagli amministratori.

Scritture contabili			
Diversi	Diversi		
Immobilizzazioni materiali		3.428	
Spese di impianto e ampliamento		100	
Rimanenze		500	
Crediti		936	
Banca e cassa		100	
Risconti attivi		20	
	F.do amm.to immob. mat.		1.028
	F.do amm.to impianto e amplia- mento		40
	F.do svalutazione crediti		36
	Patrimonio netto		1.000
	TFR		102
	Debiti (mutuo)		2.814
	Altri debiti		60
	Ratei e risconti		4

Ipotizzando dunque che dalle valutazioni dei liquidatori risultino le differenze rispetto ai valori contabili riportate di seguito.

Valutazione dei liquidatori							
Attività	Valori contabili	Valori di presunto realizzo	Variazioni	Passività	Valori contabili	Valori di presunto realizzo	Variazioni
Immobilizzazioni materiali	3.428	4.000	572	F.do amm.to immob materiali	1.028	0	-1.028
Spese di impianto e ampliamento	100	-	- 100	F.do amm.to impianto	40	0	- 40
Rimanenze	500	350	- 150	TFR	102	102	-
Crediti	936	800	- 136	Debiti (mutuo)	2.814	2.814	-
Banca e cassa	100	100	-	Ratei e risconti	4	4	-
Risconti attivi	20	20	-	Debiti da liquidare		40	40
				Altri debiti	60	60	-
				F.do sval. crediti	36	-	- 36
				Patrimoni o netto	1.000		- 1.000
				Capitale netto di liquidazione		2.250	2.250
	5.084	5.270	186		5.084	5270	186

Sulla base di tali valutazioni, i liquidatori devono procedere ad effettuare le scritture di rettifica:

- › storno delle voci relativamente ai beni non cedibili: spese per impianto e ampliamento:

Scritture contabili			
Rettifiche di liquidazione	Spese di impianto e ampliamento	100	100
F.do amm.to impianto e ampliamento	Rettifiche di liquidazione	40	40

- › storno dei fondi ammortamento, per esprimere i valori dei beni materiali al loro valore netto contabile

Scritture contabili			
F.do amm.to immob. mat.	Immobilizzazione materiale	1.028	1.028

- › storno del fondo svalutazione crediti al mastro acceso ai crediti, per dare espressione diretta al valore contabile dei crediti

Scritture contabili			
F.do svalutazione crediti	Crediti	36	36

Rettifiche di valutazione:

- › rilevazione del maggior valore delle immobilizzazioni materiali

Scritture contabili			
Immobilizzazioni materiali	Rettifiche di liquidazione	1.600	1.600

- › rilevazione del minor valore delle rimanenze finali

Scritture contabili			
Rettifiche di liquidazione	Rimanenze finali	150	150

- › rilevazione dei crediti ritenuti irrecuperabili

Scritture contabili			
Rettifiche di liquidazione	Crediti	100	100

- › rilevazione di nuovi debiti da liquidare

Scritture contabili			
Rettifiche di liquidazione	Debiti di liquidazione	40	40

- › chiusura del saldo delle rettifiche a capitale netto di liquidazione

Scritture contabili			
Rettifiche di liquidazione	Capitale netto di liquidazione	1.250	1.250

- › giroconto del patrimonio netto contabile

Scritture contabili			
Patrimonio netto contabile	Capitale netto di liquidazione	1.000	1.000

Il conto rettifiche di liquidazione subisce le movimentazioni seguenti.

Rettifiche di liquidazione			
Spese di impianto e ampliamento	100	Immob. mat.	1.600
Debiti di liquidazione	40	F.do amm.to impianto e ampliamento	40
Rimanenze finali	150		
Crediti	100		
Capitale netto di liquidazione	1.250		
	1.640		1.640

Si ipotizzi che durante l'esercizio si cedano alcune delle immobilizzazioni materiali e, a seguito della liquidità incassata con la vendita, si decida, inoltre, di estinguere il mutuo. La cessione dell'immobilizzazione materiale comporta la rilevazione del credito verso l'acquirente e l'Iva a debito, nel nostro caso ipotizziamo di realizzare una minusvalenza:

Scritture contabili			
Diversi	Diversi		
Clients		2.904	
Immobilizzazione Materiale			2.400
Iva a debito			504
Minusvalenza	Immobilizzazione materiale	972	972

Al momento dell'incasso del corrispettivo della vendita del bene si rileva come segue:

Scritture contabili			
Banca	Clients	2.904	2.904

L'estinzione anticipata del mutuo comporta il rimborso del capitale e del rateo interessi maturato sino al momento del pagamento (si ipotizzi che il rateo passivo iscritto nel bilancio di apertura di liquidazione sia relativo al mutuo), per cui la registrazione sarà la seguente.

Scritture contabili			
Diversi	Banca		2.818
Mutuo		2.814	
Rateo interessi CE di liquidazione		4	

Al termine del primo esercizio di liquidazione i liquidatori rileveranno nel bilancio annuale:

- › tra le attività, le voci corrispondenti ai beni non dimessi, ai crediti non riscossi e al denaro in cassa;
- › tra le passività, i debiti non pagati, quelli nuovi e accertati e il capitale netto di liquidazione.

Ad esempio, per il primo esercizio, ipotizzando per semplicità che non avvenga nessun'altra movimentazione rispetto a quelle sopra ipotizzate lo stato patrimoniale risulterebbe il seguente.

Stato patrimoniale (Inventario 2021)			
Attività		Passività	
Immobilizzazioni materiali	628	F.do amm.to immob. mat.	-
Spese di impianto e ampliamento	-	F.do amm.to impianto e ampliamento	-
Rimanenze	350	F.do svalutazione crediti	-
Crediti	800	Patrimonio netto di liquidazione	1.278
Banca e cassa	186	TFR	102
Risconti attivi	20	Debiti (mutuo)	-
		Debiti da liquidare	40
		Altri debiti	564
		Ratei e risconti	-
	1.984		1.984

Nel conto economico, invece, dovranno essere rilevate:

- › tra i costi: le minusvalenze da realizzo, le sopravvenienze passive, le minusvalenze da valutazione per rettifiche di valore precedentemente stimati, le spese e gli oneri di liquidazione;
- › tra i ricavi: le plusvalenze da realizzo, le sopravvenienze attive e i proventi di liquidazione.

Bilancio finale di liquidazione

Terminata la liquidazione e quindi ipotizzando che sia stato realizzato tutto l'attivo e siano state estinte tutte le passività i liquidatori potranno procedere alla redazione del bilancio finale di liquidazione.

Nel caso di sussistenza di attività non realizzabili (crediti inesigibili o immobilizzazioni materiali prive di valore commerciale), i liquidatori dovranno effettuare lo stralcio delle relative voci.

Di seguito viene indicata solo la movimentazione delle voci e non la quantificazione degli importi.

Scritture contabili			
Sopravvenienze passive	Crediti		
Sopravvenienze passive	Attrezzature		

Un'altra operazione da registrare è l'emissione della fattura da parte del liquidatore e la registrazione del relativo debito.

Scritture contabili			
Diversi	Liquidatore c/competenze		
Onorari al liquidatore			
Iva a credito			

Verranno poi riepilogate le componenti positive e negative generate nel corso della gestione nel rendiconto economico generale.

Rendiconto economico			
Costi e spese		Ricavi e proventi	
Minusvalenze da realizzo		Plusvalenze da realizzo	
Sopravvenienze passive		Sopravvenienze attive	
Minusvalenze da valutazione		Proventi da liquidazione	
Spese ed oneri di liquidazione			
	TOT		TOT

Il saldo del rendiconto rappresenta il risultato economico della gestione di liquidazione (perdita/utile di liquidazione).

Scritture contabili			
Rendiconto economico	Utile di liquidazione		
Perdita di liquidazione	Rendiconto economico		

L'ultima registrazione da effettuare è il pagamento della parcella del liquidatore e contestuale rilevazione della relativa ritenuta d'acconto e versamento della stessa:

Scritture contabili			
Liquidatore c/competenze	Diversi		
Banca c/c			
Erario c/ritenute			
Erario c/ritenute	Banca c/c		

Terminate tutte le registrazioni di liquidazione, i liquidatori redigono lo stato patrimoniale finale di liquidazione costituito generalmente da *liquidità* ed eventualmente da denaro vincolato per i debiti non ancora estinti, dalle passività verso i liquidatori e dal capitale netto finale da ripartire tra i soci.

Stato patrimoniale finale di liquidazione			
Attività		Passività	
Denaro in cassa		Debiti v/liquidatori	
Denaro in cassa vincolato		Debiti non ancora pagati	
		Capitale netto finale	
	TOT		TOT
Piano di riparto			
Capitale netto di liquidazione		Socio Alfa	
		Socio Beta	
		Socio Gamma	
	TOT		TOT

Se la società liquidata è una S.p.a., per poter ripartire il capitale netto di liquidazione sarà necessario suddividerlo per il numero delle azioni e quindi moltiplicare il risultato per il numero di azioni possedute da ogni azionista.

Aspetti Fiscali

La procedura della liquidazione volontaria è disciplinata dall'
art. 182 comma 1, 2 e 3 TUIR, che distingue tra:

- il periodo compreso tra l'inizio del periodo d'imposta e il momento di inizio della liquidazione, cd. "**periodo ante liquidazione**" (art. 182, co. 1, Tuir);
- il periodo compreso tra l'inizio della liquidazione e la chiusura della stessa, cd. «**periodo di liquidazione**» (art. 182, co. 2 e 3, Tuir).

Imposte Dirette

La procedura della liquidazione volontaria è disciplinata dall'
art. 182 comma 1, 2 e 3 TUIR, che distingue tra:

- il periodo compreso tra l'inizio del periodo d'imposta e il momento di inizio della liquidazione, cd. "**periodo ante liquidazione**" (art. 182, co. 1, Tuir);
- il periodo compreso tra l'inizio della liquidazione e la chiusura della stessa, cd. «**periodo di liquidazione**» (art. 182, co. 2 e 3, Tuir).

Nel caso di società con periodo d'imposta coincidente con l'anno solare (1° gennaio - 31 dicembre) ed ipotizzando che la liquidazione sia iniziata il 30 aprile 2020 e si sia conclusa il 30 novembre 2020 avremo che:

Suddivisione dei periodi d'imposta	
1° gennaio – 29 aprile	Periodo d'imposta <i>ante</i> liquidazione
30 aprile – 30 novembre (*)	Periodo d'imposta di liquidazione
(*) Con la chiusura della liquidazione e la cancellazione dal registro delle imprese la società cessa la propria attività e quindi non vi saranno ulteriori periodi d'imposta.	

Qualora la liquidazione si concluda in un momento successivo alla chiusura dell'esercizio sociale nel quale ha avuto inizio, diversi saranno i periodi d'imposta di liquidazione. L'art. 182 del Tuir, al riguardo, fa riferimento ai periodi d'imposta relativi a «*ciascun successivo esercizio intermedio*».

Mantenendo i dati del precedente esempio e spostando la data di chiusura della liquidazione al 30 giugno dell'anno 2022 avremo che:

Suddivisione dei periodi d'imposta	
1° gennaio – 29 aprile 2020	Periodo d'imposta ante liquidazione
30 aprile – 31 dicembre 2020	1° periodo d'imposta di liquidazione
1° gennaio – 31 dicembre 2021	2° periodo d'imposta di liquidazione
1° gennaio – 30 giugno 2022	3° periodo d'imposta di liquidazione

Provvisorietà dei periodi d'imposta della liquidazione

L'art. 182, comma 2 e 3 del Tuir dispone, tanto per l'imprenditore individuale e le società di persone quanto per le società di capitali, che se «*la liquidazione si protrae oltre l'esercizio in cui ha avuto inizio, il reddito relativo alla residua frazione di tale esercizio e a ciascun successivo esercizio intermedio è determinato in via provvisoria in base al rispettivo bilancio*». In sostanza il Legislatore ha voluto definire dei periodi d'imposta intermedi al termine dei quali il contribuente, sulla base del bilancio d'esercizio, provvederà al calcolo delle imposte, al versamento delle stesse nonché a tutti gli adempimenti dichiarativi previsti. Tuttavia, tali periodi d'imposta intermedi hanno il carattere della provvisorietà, essendo finalizzati solamente ad un anticipato e parziale calcolo del reddito d'impresa.

Definitività dei periodi d'imposta della liquidazione

La definitiva determinazione del reddito d'impresa avverrà sulla base del bilancio finale di liquidazione nel quale confluiranno i redditi o le perdite dei periodi intermedi. L'imposta complessivamente liquidata andrà congruata con quanto versato, seppur a titolo provvisorio, negli esercizi precedenti.

Esempio

Assumendo che una società, con periodo d'imposta coincidente con l'anno solare, venga posta in liquidazione in data 1° novembre 2020 e che la liquidazione si chiuda in data 30 giugno 2022, avremo che:

Periodi d'imposta in liquidazione

	Periodi	Reddito/ perdita	Note
1° gennaio – 31 ottobre 2020	Periodo ante liquidazione	50	Risultato definitivo
1° novembre – 31 dicembre 2020	1° periodo di liquidazione	20	Risultato provvisorio
1° gennaio – 31 dicembre 2021	2° periodo di liquidazione	30	Risultato provvisorio
1° gennaio – 30 giugno 2022	3° periodo di liquidazione	- 40	Risultato provvisorio
1° novembre 2020 – 30 giugno 2022	Unico periodo di liquidazione	10	Risultato definitivo

Il risultato complessivo del periodo di liquidazione sarà dato dalla somma tra i redditi (20 e 30) dei primi due periodi d'imposta intermedi e la perdita (40) dell'ultimo periodo. Il reddito complessivo sarà, quindi, pari a 10, ipotizzando che in sede di congruazione finale delle imposte si possano utilizzare in compensazione le perdite fiscali fino al 100 % del reddito conseguito anziché nel limite dell'80 % come succedrebbe nel corso della vita aziendale ai sensi dell'art. 84, Tuir.

Liquidata l'imposta dovuta sul risultato finale di liquidazione, per il versamento della stessa si dovrà tener conto di quanto provvisoriamente versato nei periodi intermedi di liquidazione (nel nostro caso il primo ed il secondo periodo).

Deroga alla natura provvisoria dei periodi d'imposta

La natura provvisoria dei periodi di imposta intermedi subisce una deroga qualora la liquidazione si protragga:

- per **più di tre esercizi**, compreso quello in cui ha avuto inizio, nel caso di liquidazione d'**impresa individuale** e di **società di persone**;
- per **più di cinque esercizi**, compreso quello in cui ha avuto inizio, nel caso di liquidazione di **società di capitali**.

Analoga regola si applica quando, pur chiudendosi la liquidazione, a seconda dei casi, in un arco temporale di tre o cinque esercizi sociali, non viene presentato il bilancio finale di liquidazione. In tali casi i redditi/perdite dei periodi d'imposta intermedi da provvisori diventano definitivi. Ciò comporta che il risultato della liquidazione non verrà determinato unitariamente sulla base del bilancio finale di liquidazione ma ciascun esercizio intermedio di liquidazione verrà considerato un autonomo periodo d'imposta. Volendo riassumere:

Imprenditore individuale e società di persone	
Chiusura della liquidazione	Carattere dell'imposizione
Entro tre esercizi da quello di apertura	Imposte provvisorie
Oltre tre esercizi da quello di apertura	Imposte definitive
Società di capitali	
Chiusura della liquidazione	Carattere dell'imposizione
Entro cinque esercizi da quello di apertura	Imposte provvisorie
Oltre cinque esercizi da quello di apertura	Imposte definitive

Liquidazione chiusa entro la fine dell'esercizio sociale nel quale ha avuto inizio

Nel caso in cui la liquidazione venga chiusa entro la fine dell'esercizio sociale nel quale ha avuto inizio **non vi saranno periodi d'imposta intermedi**.

Esempio

- › società con periodo d'imposta coincidente con l'anno solare;
- › inizio liquidazione 1° maggio 2021;
- › chiusura liquidazione 30 novembre 2021.

Società di capitali

Arco temporale	Periodi	Imposte
1° gennaio – 30 aprile 2021	Periodo ante liquidazione	Imposte definitive
1° maggio – 30 novembre 2021	Unico periodo di liquidazione	Imposte definitive

Imposte Indirette

IVA

Lo stato di **liquidazione non determina modifiche sostanziali alla disciplina applicabile ai fini Iva** alle operazioni attive e passive poste in essere dal soggetto in liquidazione in quanto, durante la fase liquidatoria, **il soggetto passivo continua a svolgere la sua attività d'impresa**, seppur finalizzata alla chiusura dei rapporti giuridici in essere.

Una delle modalità di liquidazione del patrimonio societario, oltre al rimborso in denaro, consiste nell'assegnazione ai soci di specifici beni aziendali. Al riguardo, l'art. 2, comma 2, nn.5 e 6, DPR 633/1972 equipara alle cessioni di beni:

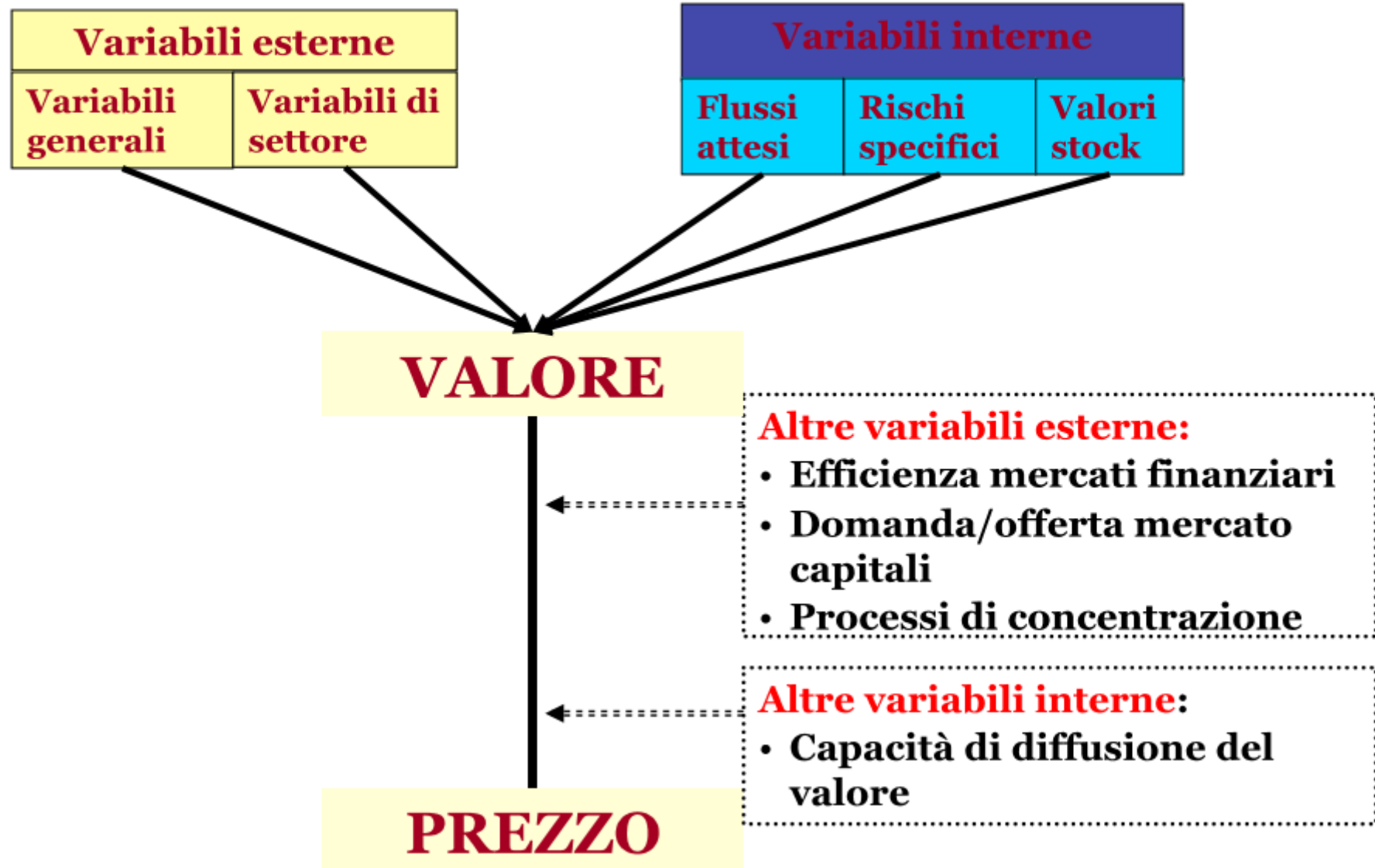
- la destinazione di beni all'uso o al consumo personale o familiare dell'imprenditore, anche se determinata da cessazione di attività;
- le assegnazioni ai soci fatte, a qualsiasi titolo, da società di ogni tipo ed oggetto.

Le operazioni appena descritte realizzano delle vere e proprie cessioni di beni cui **si applica l'ordinaria disciplina Iva**.

La **base imponibile**, in assenza di corrispettivo, sarà costituita dal valore normale del bene **autoconsumato o assegnato**.

Riepilogo

Prezzi vs Valori



Organismo Italiano di Valutazione (OIV)

Fondato nel **2011** da AIAF (Associazione Italiana Analisti Finanziari), ANDAF (Associazione Nazionale Direttori Amministrativi Finanziari), ASSIREVI, BORSA ITALIANA, CNDCEC e UNIVERSITA' BOCCONI, l'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) persegue **tre** principali

obiettivi:

- 1) predisporre e mantenere aggiornati i Principi Italiani di Valutazione di aziende, di strumenti finanziari e di attività reali (**linee guida**);
- 2) partecipare al processo di formazione dei principi di valutazione internazionali;
- 3) divenire un riferimento per gli *stakeholder*, in particolare, per gli esperti di valutazione, gli utilizzatori delle valutazioni, le autorità di vigilanza ed il legislatore nazionale, in tema di valutazione.

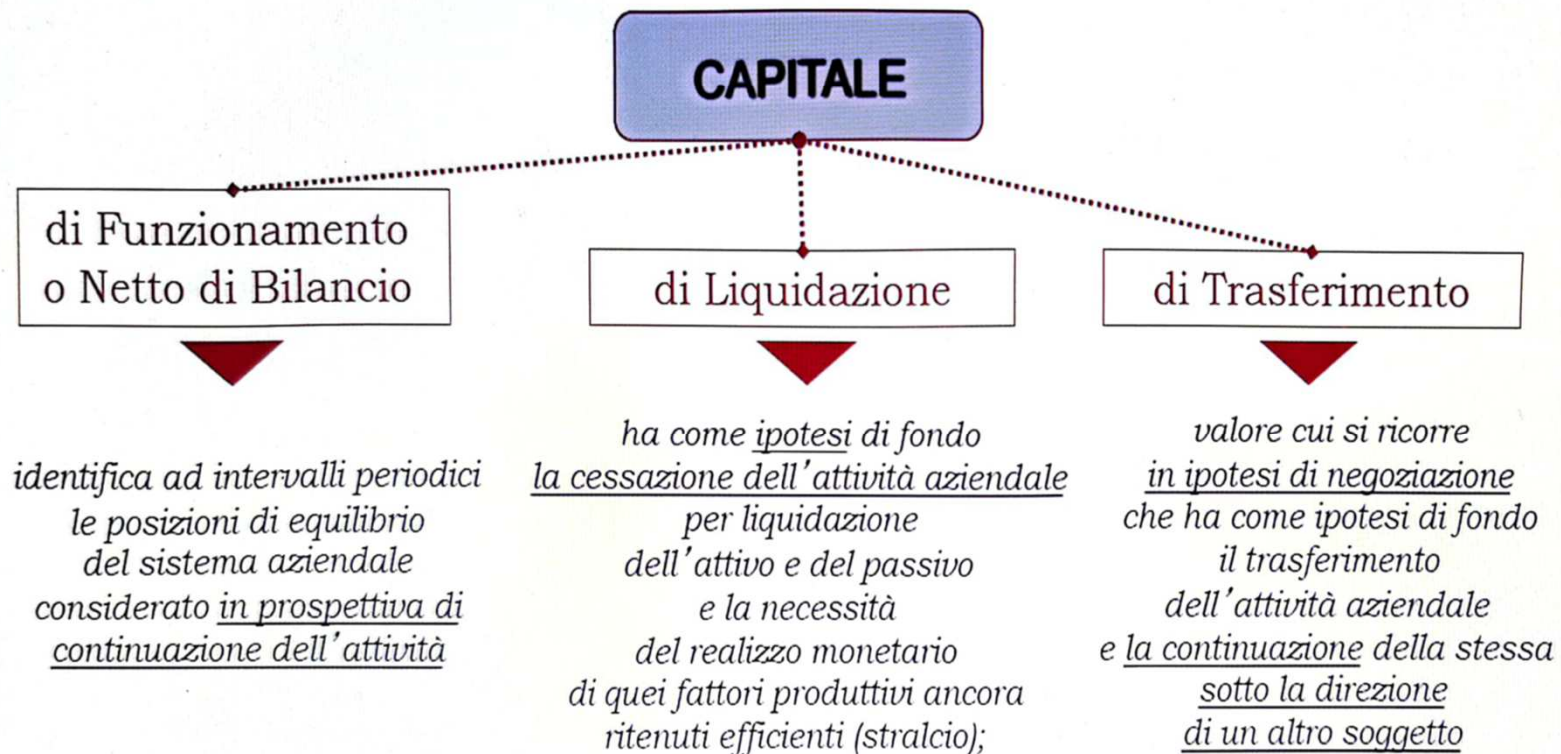
A luglio **2015** l'OIV ha emanato i primi Principi Italiani di Valutazione, applicabili dal **1 gennaio 2016**, revisionati ed aggiornati ogni due anni, sulla base dei quali vengono

identificati i **sette** principali **profili** che devono qualificare ogni **valutazione**:

- 1) Lo scopo della valutazione (perché si valuta)
- 2) L'incarico o mandato
- 3) La tipologia di lavoro svolto dall'esperto (come si valuta)
- 4) La configurazione del valore (• Valore di mercato • Valore di funzionamento • Valore di trasformazione • Valore di liquidazione • Valore di trasferimento)
- 5) La data di valutazione (a quando si riferisce la valutazione)
- 6) L'unità di valutazione (cosa si valuta)
- 7) Le metodologie di valutazione (• Criteri patrimoniali • Criteri reddituali • Criteri finanziari • Criteri che guardano alla generazione di valore • Criteri empirici)

Capitale Economico

La determinazione del capitale può avvenire per obiettivi conoscitivi diversi
e ciò conduce a molteplici configurazioni di capitale



Metodi di Valutazione

Esistono differenti metodologie per procedere alla stima del **valore economico del capitale** ma non esiste un metodo che possa essere considerato il migliore sotto tutti i punti di vista e quindi quello più adatto per ogni occasione.

La scelta è condizionata dalle finalità della valutazione, dal tempo e dalle informazioni a disposizione, dalle condizioni soggettive dell'azienda e da molti altri fattori che risulteranno gradualmente evidenti.

E' sconsigliato adottare un solo metodo di valutazione. Per prassi, tradizionalmente, si preferisce, infatti, sceglierne uno che sia ritenuto più idoneo al contesto di analisi — detto **metodo principale** — ed un altro che serve per verificare l'attendibilità del risultato raggiunto e che viene quindi detto **metodo di controllo**.

Molti periti preferiscono produrre come valore di stima la media dei risultati (auspicabilmente non troppo distanti tra di loro) raggiunti attraverso l'applicazione di più metodi.

I **metodi di valutazione**, secondo una prima classificazione, si possono distinguere in :

1) METODI DIRETTI – partendo dai **prezzi di mercato** per quote di capitale dell'impresa medesima o di aziende simili (ad esempio azioni negoziate in Borsa o su altri mercati), cercano di arrivare alla definizione del valore dell'azienda oggetto di stima.



Tali metodi risultano **poco attendibili** sotto il profilo della :

- a) **razionalità** – il *flottante*, ovvero la quantità di titoli negoziati in Borsa, rappresenta una piccola frazione del capitale proprio della società – o le *oscillazioni dei corsi di borsa* senza che siano ben chiare le ragioni che le hanno originate (speculative, emozionali, risultati instabili);
- b) **neutralità** – differenti posizioni di forza dei contraenti, asimmetrie informative, ecc..

I metodi diretti mantengono una **validità puramente residuale**, ossia « **di controllo** » e verifica dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi indiretti.

2) METODI INDIRETTI – si basano, per assenza o insufficienza dei dati di mercato, su altre grandezze quali: il reddito, i flussi finanziari, il patrimonio, ecc.. che, in una **ottica interna**, analizzano in dettaglio la singola impresa fino a determinarne il valore.

