



Università
Ca' Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale

in Amministrazione,
Finanza e Controllo

ordinamento D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

L'impatto del Covid-19 nelle operazioni di M&A in Italia

Relatore

Prof. Moreno Mancin

Laureanda

Marta Conte

Matricola 872302

Anno Accademico

2022 / 2023

Alla mia famiglia e a Gianluca

INDICE

INTRODUZIONE.....	9
CAPITOLO 1: LA FUSIONE	
1.1 Le operazioni straordinarie.....	11
1.2 La fusione.....	12
1.2.1 Tipologie di fusione.....	12
1.2.1.1 Un'acquisizione d'azienda con l'individuazione di una società parte dominante che funga da acquirente e ne consegue il controllo sull'azienda unificata.....	15
1.2.1.2 Un'operazione di riorganizzazione e ristrutturazione tra aziende all'interno dello stesso gruppo di imprese.....	16
1.2.1.3 Un'unione tra aziende di dimensioni e valori economici uguali, attraverso la quale si ottiene una gestione condivisa e omogenea dell'azienda unificata.....	16
1.2.2 Gli effetti giuridici.....	17
1.2.3 Le fasi del processo di fusione.....	18
1.2.4 Gli effetti della fusione.....	24
1.2.5 Gli aspetti fiscali nella fusione e le relative implicazioni contabili.....	29
1.2.5.1 La fiscalità differita.....	31
1.2.5.2 La fiscalità anticipata.....	33
1.2.6 Il primo bilancio post fusione.....	34
1.2.7 Il processo di consolidamento dei saldi.....	35
1.2.7.1 L'incorporante detiene il 100% del capitale sociale.....	35
1.2.7.2 L'incorporante non detiene alcuna partecipazione nel capitale sociale dell'incorporata.....	40
1.2.7.3 L'incorporante detiene una partecipazione non totalitaria nel capitale sociale dell'incorporata.....	43
1.2.8 La fusione inversa.....	44
1.2.8.1 Il trattamento contabile delle azioni proprie.....	48
1.3 Le aggregazioni aziendali secondo la disciplina internazionale degli IFRS.....	49
1.3.1 Identificazione del soggetto acquirente.....	50
1.3.2 Identificazione della data di acquisizione.....	51
1.3.3 La valutazione e rilevazione delle attività identificabili acquisite, le passività assunte e le interessenze della minoranza nell'acquisita.....	51

1.3.4	La rilevazione e la valutazione dell'avviamento o di un utile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli.....	52
1.4	La fusione tra società sotto controllo comune.....	56

CAPITOLO 2: LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

2.1	Concetti generali sulla valutazione d'azienda.....	59
2.1.1	Gli elementi della soggettività e dell'incertezza nel processo di valutazione.....	62
2.1.2	La scelta del metodo valutativo.....	67
2.2	Il metodo patrimoniale.....	69
2.3	Il metodo reddituale.....	72
2.4	I metodi finanziari.....	79
2.4.1	L' <i>asset side approach</i>	80
2.4.2	L' <i>equity side approach</i>	82
2.5	I metodi misti.....	83
2.5.1	La stima autonoma dell'avviamento.....	84
2.5.2	Il metodo dell'EVA.....	85
2.6	I multipli di mercato.....	87
2.6.1	I multipli delle transazioni precedenti.....	90
2.7	La valutazione delle aziende che partecipano alla fusione.....	90

CAPITOLO 3: L'ANALISI DEL MERCATO M&A IN ITALIA

3.1	L'analisi del mercato M&A globale.....	93
3.2	L'analisi del mercato produttivo in Italia.....	95
3.3	Lo scenario pre-Covid-19 in Italia e in Europa.....	97
3.4	La crisi del Covid-19: lo scenario nazionale e internazionale.....	101
3.5	Riflessi della crisi post-pandemica sulle operazioni M&A nel 2021 e 2022.....	104
3.6	Un'analisi più dettagliata sulle operazioni in Italia.....	106
3.7	Scenari futuri per 2023.....	112
3.8	Sintesi dei dati raccolti.....	116
	Appendici.....	118

CONCLUSIONE.....127

BIBLIOGRAFIA.....131

INTRODUZIONE

Con il diffondersi delle operazioni di M&A sia in Italia che nel mondo, si sono aperte sempre maggiori prospettive di crescita per le imprese. Il potenziale di tale attività è quello di creare un maggior valore per le società che vi aderiscono derivante dalle sinergie, economia di scala e di scopo. In questa tesi, l'intenzione è quella di far capire come il Covid-19 abbia avuto un ruolo rilevante sulle operazioni di M&A e come quest'ultime si siano rivelate utili in questa situazione macroeconomica complessa.

In questo progetto la problematica che si riscontra risiede nella crescente necessità di saper utilizzare questi strumenti in risposta alle varie necessità e difficoltà della vita di un'impresa, tenendo in considerazione le loro opportunità e potenzialità.

L'obiettivo principale è quindi quello di dimostrare come il Covid-19 abbia avuto un impatto importante su tali operazioni, sia in termini di numero di operazioni che di volumi. In alcuni momenti critici, come lo è stato il periodo della pandemia, possono dunque aiutare a superare le difficoltà o addirittura ad evitare il fallimento.

Attraverso un'attività di ricerca di dati nei database è stato possibile osservare in quali settori si è registrato il maggior numero di operazioni, i settori coinvolti nelle operazioni di fusione, quelli che hanno generato i fatturati più elevati e i risultati d'esercizio migliori. In tale modo si è potuto dimostrare come, nel 2021 e 2022, i dati ottenuti siano stati influenzati dalle dinamiche della pandemia e l'impatto che il Covid-19 ha avuto in termini strategici per i settori maggiormente coinvolti in tali operazioni.

Per raggiungere questo risultato si è adottato un approccio multidisciplinare utilizzando delle analisi concettuali ed empiriche. La tesi è strutturata in tre parti principali.

Nel primo capitolo, è stato effettuato un approfondimento della letteratura e dei concetti teorici in materia di fusioni, facendo principalmente riferimento alla normativa italiana, in particolare all'OIC 4 e al Codice civile, ed internazionale secondo l'IFRS 3.

Si è analizzato anche il contesto economico e produttivo del Paese con riferimento ad uno studio effettuato da Confindustria nel 2020 per comprendere come e in che misura hanno impattato le misure per prevenire la diffusione della pandemia sulle imprese italiane.

Nella seconda parte ci si è soffermati sul tema della valutazione d'azienda e come questo processo di stima del capitale economico giochi un ruolo fondamentale in presenza di queste operazioni. Per il management diventa infatti imprescindibile analizzare le potenzialità e le risorse attuali unite alle prospettive reddituali future della società con cui intende fondersi o che sta per acquisire con lo scopo anche di indagare sulla convenienza economica dell'operazione stessa.

Nel terzo capitolo è stata effettuata un'analisi empirica e dei dati raccolti che ha permesso di confermare quanto rilevato nei capitoli precedenti. Si è partiti da una ricerca storica con l'analisi delle crisi precedenti e l'impatto che queste hanno avuto sul mercato delle operazioni di M&A, per poi giungere all'analisi di quella attuale. L'utilizzo di database come Aida e Bloomberg ha permesso di reperire informazioni e campioni di dati utili all'esame e a garantire affidabilità e validità alla ricerca. I dati sono stati rielaborati e inseriti all'interno di tabelle che hanno permesso una loro analisi più immediata ed efficace, riuscendo così a trarre delle conclusioni in termini di settori maggiormente coinvolti in queste attività e di fatturato medio per operazione, dopo aver concentrato la nostra attenzione sull'analisi dei ricavi totali e del numero di operazioni effettuate nel 2021 e nel 2022 all'interno di ogni macrocategoria di settore.

CAPITOLO 1: LA FUSIONE

1.1 Le operazioni straordinarie

Le operazioni straordinarie non hanno una vera e propria definizione giuridica, ma, attraverso l'attribuzione dell'aggettivo "straordinarie" si può dedurre che queste non hanno a che fare con la gestione ordinaria dell'azienda e che quindi ricorrono solo raramente nella vita della singola impresa. Si tratta di operazioni complesse poiché implicano atti economici, giuridici e contabili da compiere e hanno un impatto rilevante sull'economia dell'azienda. Rientrano tra le operazioni di gestione che l'impresa svolge, in modo particolare esse fanno riferimento direttamente all'esistenza stessa delle imprese e quindi alla loro istituzione, aggregazione, scissione, trasformazione o estinzione. Tutte queste operazioni con le quali le imprese si costituiscono, trasformano, sviluppano e concludono, nel senso che falliscono oppure vengono incorporate, le si possono chiamare operazioni straordinarie. Un'ulteriore loro caratteristica, oltre a quelle appena enunciate, è che non presentano il carattere della ripetibilità. Questa loro peculiarità le differenzia da altre operazioni non frequenti, sempre di rilevante impatto e complesse ma che invece possono essere ripetibili, come ad esempio le operazioni di variazione del capitale sociale¹.

Queste aggregazioni di imprese vengono definite da Azzini come "ogni forma di collaborazione economica, obbligatoria e volontaria, di carattere stabile e duraturo fra imprese"². Lo stesso Autore³, come ripreso anche da Fasan, sostiene che, attraverso l'attività di aggregazione aziendale, le imprese collaboratrici mirano a conseguire con maggiore efficienza i propri fini generali, ampliando il campo delle scelte per poter attuare processi o combinazioni economiche, politiche di gestione diverse di quelle che, in alternativa, le singole imprese potrebbero svolgere⁴.

Le operazioni straordinarie sono dunque degli strumenti con cui assicurare lo sviluppo aziendale o cercare ridimensionamenti strategici e flessibilità, ma sempre con il fine di migliorare la posizione competitiva e di generare valore⁵.

¹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *Le operazioni straordinarie d'impresa*, in Mancin M. (a cura di), *Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè Editore, Milano, 2020, pp. 2

² Azzini L., *Autonomia e collaborazione tra le aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 1964, p. 51

³ Azzini L., *op. cit.*, p. 31

⁴ Fasan M., *Le operazioni di acquisizione in Italia: effetti su corporate governance e performance*, RIREA, Opera Prima, 2015, p. 56

⁵ Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2020, p. XIII

Introduzione

1.2 La fusione

La fusione rientra tra le operazioni di trasformazione del complesso aziendale ed è una delle operazioni straordinarie più diffuse. Viene disciplinata e sancita dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC) nel principio n° 4 e dal Codice civile negli artt. 2501 e seguenti.

È un'operazione di aggregazione aziendale con la quale si unificano, sia sotto il profilo giuridico che economico, i soggetti che vi aderiscono. L'utilizzo di questo strumento giuridico consente l'integrazione fra due o più aziende, nel senso che queste, che appartenevano a soggetti giuridici diversi, si ritrovano aggregate in un unico sistema aziendale di più ampie dimensioni, appartenenti all'unico soggetto giuridico risultante al termine dell'operazione⁶.

Il Codice civile non fornisce una definizione di fusione ma specifica, all'articolo 2501 comma 1, che *“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”*.

La fusione è la forma prevista nel nostro ordinamento che realizza le maggiori operazioni di concentrazione e acquisizione tra imprese e riorganizzazioni di gruppi, consentendo di raggiungere il massimo livello di unificazione e integrazione dei soggetti che vi partecipano.

1.2.1 Tipologie di fusione

Con questa definizione la normativa civilistica si limita quindi ad indicare le diverse tipologie di fusione con le quali essa si può realizzare:

- Fusione per unione (fusione pura) nella quale le società partecipanti all'operazione si “estinguono” e danno origine ad una nuova entità giuridica: i soci delle società partecipanti ottengono azioni o quote della nuova entità sulla base del rapporto di cambio tra nuove e vecchie azioni o quote a fronte dell'annullamento delle azioni o quote della partecipazione nelle stesse⁷. Nella nuova società si riconducono tutte le attività e passività delle società fuse e le relative compagini sociali. È meno frequente e viene posta in atto nei casi in cui esiste un'uguaglianza di fatto tra le società partecipanti sul piano economico-tecnico e si vuole dare rilevanza a tale uguaglianza. Ciò però comporta maggiori problemi organizzativi poiché tutte le società subiranno un rallentamento nel loro corrente funzionamento⁸.

⁶ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 83

⁷ Cfr. Documento OIC 4

⁸ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 85

- Fusione per incorporazione nella quale si “estingue” la sola società incorporata mentre la incorporante effettua un aumento di capitale sociale con conseguente attribuzione delle quote o azioni ai soci della società incorporata sulla base di un rapporto di cambio tra azioni nuove o quote emesse e azioni o quote della incorporata che vengono annullate contestualmente⁹. L’incorporante continuerà ad operare integrando il proprio patrimonio con quello derivante dalla incorporata e i soci di quest’ultima entreranno a far parte nella compagine sociale della incorporante. Questa è la tipologia di fusione più diffusa e frequente in quanto risulta essere la più semplice e la meno onerosa sul piano pratico.

Nel primo caso quindi si avrà un nuovo complesso produttivo, creato dalla compenetrazione delle società fuse. Nel caso della fusione per incorporazione il risultato della fusione risulterà essere il complesso aziendale dell’incorporante, conseguito a seguito dell’unificazione del proprio patrimonio con quelle delle incorporate¹⁰.

Nella fusione per incorporazione si possono ulteriormente distinguere le fusioni di società per le quali esiste oppure non esiste un rapporto di partecipazione. Nel caso in cui esista un rapporto di partecipazioni si possono includere delle ulteriori sottocategorie di fusione per incorporazione tra quali:

- Fusione per incorporazione di una società posseduta al 100%;
- Fusione per incorporazione di una società posseduta almeno al 90%;
- Fusione per incorporazione inversa nella la controllata incorpora la controllante;
- Fusione per incorporazione con indebitamento¹¹.

Sulla base della tipologia di società partecipanti alla fusione si distinguono ulteriori tre tipologie:

- Fusione “omogenea” che si realizza fra società di capitali oppure fra società di persone;
- Fusione “eterogenea progressiva” caratterizzata dalla fusione di società di persone in società di capitali;
- Fusione “eterogenea regressiva” caratterizzata dalla fusione di società di capitali in società di persone.

Delle conseguenze che accomunano tutte le fusioni sono la crescita dimensionale dei soggetti che vi partecipano, le modifiche di natura organizzativa, patrimoniale/finanziaria, strutturali e/o del mercato di riferimento, i cambiamenti nello svolgimento della gestione e delle sue caratteristiche.

⁹ Cfr. Documento OIC 4

¹⁰ Cfr. Documento OIC 4

¹¹ Questa tipologia di fusione per incorporazione prevede la costituzione di una nuova società la quale, con i mezzi ottenuti concedendo in garanzia i beni della società incorporante, procede all’acquisto della stessa ed alla sua successiva fusione (Cfr. Documento OIC 4)

Le motivazioni che possono spingere i vertici aziendali e gli amministratori delle società a compiere operazioni di fusione sono sancite dal conseguente miglioramento degli aspetti operativi e di gestione (tecnologici, di mercato, approvvigionamento, canali distributivi, commerciali e produttivi) ma anche di quelli finanziari (imprese in crisi).

La fusione si distingue, e spesso la si preferisce anche, dall'acquisizione tra imprese per il fatto che essa non implica un esborso di mezzi liquidi e questo può sicuramente essere un suo vantaggio. Infatti, questo è veritiero nelle circostanze in cui le ragioni di convenienza di aggregare altre imprese s'impongono con urgenza. In tale situazione, se i mezzi liquidi disponibili sono scarsi, o la liquidità richiesta è eccessivamente elevata per effettuare l'acquisto, o i mezzi esistono ma si preferisce destinarli ad altre iniziative o strategiche importanti ed urgenti, non si riesce effettuare l'operazione di acquisizione¹².

Si tratta quindi di uno strumento di crescita per vie esterne che garantisce delle tempistiche ridotte nel raggiungimento degli obiettivi strategici e una maggiore efficienza.

A differenza delle strategie per vie interne, come lo sono gli investimenti specifici, in R&S o in immobilizzazioni tecniche, che richiedono disponibilità di mezzi liquidi e un'elevata conoscenza di tecnologia e capacità di marketing; la fusione evita di effettuare sforzi inutili e destinati all'insuccesso per realizzare all'interno della società stessa le conoscenze e competenze necessarie al raggiungimento degli obiettivi¹³.

Tra le finalità perseguite attraverso la fusione rientrano anche quelle relative al conseguimento di economie di scala, allo sfruttamento delle sinergie e alla riduzione dei costi di transazione. Questi benefici economici, se realmente conseguiti, comportano un incremento della capacità di creare ricchezza e pertanto il valore del nuovo complesso aziendale deve risultare maggiore rispetto alla somma dei valori delle singole imprese che vengono incorporate.

Altri benefici che la fusione può determinare derivano al fatto che viene consentito l'ingresso in settori o in mercati nei quali sono presenti barriere d'ingresso insuperabili o che richiedono dei requisiti o delle condizioni specifiche molto difficili da reperire e ottenere, se non a costi insostenibili o tramite investimenti eccessivamente costosi per le imprese stesse. Si ottengono inoltre effetti positivi sul tasso di rischio e una competitività più elevata accompagnata da una redditività crescente. Può inoltre far conseguire vantaggi fiscali o migliorare la situazione finanziaria e la posizione finanziaria netta per la presenza di elevata liquidità nelle società fuse o di immobilizzazioni che possono essere alienati in quanto definiti non strategici per il nuovo complesso aziendale¹⁴.

¹² Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 86

¹³ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 54

¹⁴ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 5-6

Questa operazione di crescita per via esterne può essere anche l'unica soluzione di un'espansione nel caso ci si trovi in un settore o mercato saturo o caratterizzati da una domanda debole che non tollera un ulteriore aumento della capacità produttiva e pertanto solo attraverso una fusione o un'acquisizione si può accrescere la propria quota di mercato¹⁵.

Si può considerare la fusione come:

- un'acquisizione d'azienda con l'individuazione di una società parte dominante che funga da acquirente e ne consegue il controllo sull'azienda unificata;
- Un'operazione di riorganizzazione e ristrutturazione di aziende esistenti, si tratta quindi di una fusione che si svolge all'interno dello stesso gruppo di imprese;
- Un'unione tra aziende di dimensioni e valori economici uguali, attraverso la quale si ottiene una gestione condivisa e omogenea dell'azienda unificata.

1.2.1.1 Un'acquisizione d'azienda con l'individuazione di una società parte dominante che funga da acquirente e ne consegue il controllo sull'azienda unificata

In tale situazione, l'operazione di fusione coinvolge società che sono tra di loro indipendenti o che comunque non sono legate da partecipazioni di controllo. Ciò comporta il trasferimento del controllo delle società fuse o incorporate e una negoziazione fra parti indipendenti appartenenti a gruppi diversi. Nasce quindi una negoziazione incentrata sui valori economici delle aziende che partecipano alla fusione e sul rapporto di cambio che può essere attribuito alle azioni o quote della società che si acquisiscono con la fusione. Tale operazione, configurabile come un'acquisizione d'azienda, può generare effetti e rilevanti modifiche di natura organizzativa ma può non comportare alcuna modifica nella composizione degli organi amministrativi e di controllo dell'incorporante, nel suo oggetto sociale e nella composizione del suo management¹⁶.

I benefici che si possono ottenere in questa ipotesi di fusione derivano dallo sfruttamento di risorse immateriali di cui è provvista l'incorporata o dall'utilizzazione di attrezzature o impianti non facilmente reperibili e disponibili, dall'eliminazione di un concorrente per assicurarsi il controllo delle quote di mercato¹⁷; come pure la riallocazione del personale o la razionalizzazione delle sedi richiede un notevole sforzo organizzativo e logistico. Tra gli altri benefici intrinseci alla fusione rientrano la possibilità di fare ingresso in nuovi mercati perché erano presenti barriere all'ingresso o perché il core business originario non lo permetteva in quanto non possedeva le conoscenze necessarie per farlo e acquisirle sarebbe stato troppo costoso, un nuovo coinvolgimento nella gestione

¹⁵ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 55

^{16 17} Cfr. Documento OIC 4, par. 1

della nuova società da parte dei soci che facevano parte della società acquisita e la condivisione del know how produttivo, manageriale e organizzativo.

1.2.1.2 Un'operazione di riorganizzazione e ristrutturazione tra aziende all'interno dello stesso gruppo di imprese

A differenza del caso precedente si tratta di un'operazione svolta all'interno dello stesso gruppo di imprese, programmato ed eseguito in base ad un piano organizzativo concepito dalla capogruppo e pertanto non si ha un trasferimento del controllo e non si stabilisce una negoziazione economica sul prezzo fra gruppi portatori d'interesse contrastanti in quanto le società appartengono tutte allo stesso. È il caso della fusione propria in cui due o più aziende controllate da un unico socio si fondono e si crea una nuova entità controllata dal medesimo socio oppure di un'incorporazione del 100% di una società (controllata) da parte della capogruppo (controllante).¹⁸ Quest'ultimo, può essere il caso dell'incorporazione di una società che nella catena del valore sta a monte o a valle della capogruppo e che le permetta di ottenere dei vantaggi economici sia in termini di riduzione di alcuni costi che in un aumento del valore del nuovo complesso aziendale. Altri benefici che possono derivare dalla fusione con tale finalità riorganizzativa possono anche essere quelli di rendere una struttura più snella e una riconfigurazione del gruppo con conseguenti minori costi di struttura, una riduzione nei tempi di incasso dei dividendi tra le società e nel caso l'incorporata sia una società in crisi, l'avvio di un processo di risanamento che viene assicurato dalla maggior solvibilità e solidità che caratterizza la controllante.¹⁹

1.2.1.3 Un'unione tra aziende di dimensioni e valori economici uguali, attraverso la quale si ottiene una gestione condivisa e omogenea dell'azienda unificata

Con la fusione si riesce avere una crescita dimensionale, produttiva e di mercato in tempi molto più rapidi rispetto ad una crescita progressiva per vie interne, poiché si aumentano le dimensioni aziendali senza appesantire troppo la struttura finanziaria. Questo avviene in quanto, a seguito della fusione, i soci della società fusa vengono "pagati" tramite l'emissione di nuove azioni da parte dell'incorporante facendo risultare così la nuova società più patrimonializzata, grazie sia all'aumento del capitale sociale a favore dei vecchi soci dell'incorporata ma anche al fatto che non si ha la necessità di ricorrere all'indebitamento finanziario²⁰.

¹⁸ Cfr. Documento OIC 4

¹⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 105-107

²⁰ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 105-107

1.2.2 Gli effetti giuridici

Gli effetti giuridici determinati dall'operazione di fusione sono:

- l'estinzione delle società incorporate o fuse, anche se per la dottrina civilistica e per la giurisprudenza, non si tratta di un'estinzione delle società ma più dettagliatamente di una perdita di individualità, sebbene nella sostanza gli effetti siano gli stessi e cioè il venir meno delle società fuse o incorporate (intesi come centri di rapporti giuridici)²¹.
- Il trasferimento alla società che incorpora o a quella che nascerà dalla fusione dell'intero patrimonio delle società fuse e dei rapporti giuridici di cui esse sono titolari;
- La conversione delle partecipazioni di cui erano titolari i soci delle società incorporate in partecipazioni equivalenti, in termini di valore reale, nella società partecipante con il conseguente annullamento delle azioni o quote nelle società fuse e la loro sostituzione con azioni o quote nelle società incorporante. Il rapporto di cambio misura quindi l'equivalenza economica ed è definito come il prezzo delle azioni o quote delle società estinte in termini di azioni o quote della società incorporante²².

La conversione delle partecipazioni della controllata a favore dei soci della controllante non si ritiene un elemento essenziale nella fusione e non sempre comporta un concambio fra azioni o quote. In alcune situazioni il concambio, infatti, non viene calcolato come nel caso in cui l'incorporata sia socio unico e quindi, in conseguenza alla fusione, le azioni dell'incorporata si estinguono oppure quando incorporante e incorporata hanno le stesse quote di partecipazione.

La presenza o meno di rapporti di partecipazione al capitale tra le società che partecipano alla fusione è un secondo criterio che permette di classificare tali operazioni. Esistono quindi le fusioni tra società "indipendenti", ossia tra imprese che non hanno alcun tipo di rapporti di partecipazione reciproca. In questa fattispecie, nel caso di fusione per incorporazione si configura una vera e propria acquisizione nella quale i soci della società fusa vedono annullate le azioni che detenevano nella incorporata e ricevono in cambio le azioni della incorporante in base al rapporto di cambio definito a seguito della valutazione del complesso aziendale. Nel caso di fusione per unione, non sempre viene configurarsi un'acquisizione d'aziende poiché la nascita del nuovo complesso determina la sostituzione delle azioni di tutte le società della fusione in cambio di quelle della nuova società. Ci sono poi le fusioni

²¹ Questo viene supportato anche dalla Cassazione, SS.UU., nell'ordinanza n. 2637 dell'8 febbraio 2006 con la quale afferma che "la fusione tra società, prevista dagli art. 2501 e seguenti del Codice civile non determina, nell'ipotesi di fusione per incorporazione, l'estinzione della società incorporata, né crea un nuovo soggetto di diritto nell'ipotesi di fusione paritaria; ma attua l'unificazione mediante l'integrazione reciproca delle società partecipanti alla fusione. Il fenomeno non comporta, dunque, l'estinzione di un soggetto e (correlativamente) la creazione di un diverso soggetto, risolvendosi (come già rilevato in dottrina) in una vicenda meramente evolutiva-modificativa dello stesso soggetto, che conserva la propria identità, pur in nuovo assetto organizzativo".

²² Cfr. Documento OIC 4

tra società “partecipate”, nelle quali le società che aderiscono alla fusione hanno già dei legami partecipativi nei capitali sociali delle rispettive società²³.

Nel caso sussista un rapporto di partecipazione tra incorporante e incorporata è necessario distinguere se la partecipazione sia totalitaria o non totalitaria, poiché ne conseguono riflessi contabili differenti. Se la partecipazione è totalitaria si esclude la presenza di soci terzi in quanto una delle società partecipanti alla fusione detiene il 100% del capitale sociale dell'altra. Lo scopo di tale operazione è quello di realizzare una riorganizzazione del gruppo attraverso l'accorpamento di società indipendenti all'interno dello stesso soggetto giuridico. Se la partecipazione non è totalitaria, significa che partecipano alla fusione anche dei soci terzi in quanto la partecipazione è inferiore al 100%. Le vecchie azioni della società fusa devono essere sostituite con l'emissione di nuove azioni della società incorporante. I soci terzi, quindi, deterranno nuove azioni dell'incorporante che sostituiranno quelle precedenti che avevano della società fusa. Se la partecipazione che detiene la controllante è di controllo allora si tratta di una mera riorganizzazione aziendale interna del gruppo poiché nella sostanza non ci sono variazioni in termini di controllo; se al contrario invece, la partecipazione è di minoranza, allora si tratta di una fusione che si configura come un'acquisizione²⁴.

Se sussiste un legame partecipativo tra le società coinvolte nella fusione si può distinguere un'ulteriore classificazione di tali operazioni a seconda del verso nel quale si realizza la fusione: *diretta*, se è la partecipante ad incorporare la partecipata ed *indiretta*, se viceversa, è la partecipata ad incorporare la partecipante.

1.2.3 Le fasi del processo di fusione

Il Codice civile disciplina un iter articolato e complesso per giungere alla conclusione di un processo di fusione in quanto si cerca di tutelare i vari interessi dei soggetti che sono coinvolti in tale operazione, in particolare di quelli che non sono in grado di intervenire attivamente nel processo decisionale e che però potrebbero vedersi comunque titolari di diritti o obblighi derivanti dalla fusione. Questi soggetti potrebbero essere i creditori sociali e i soci di minoranza. I primi corrono il rischio di percepire come ridimensionata o diminuita la capacità di incassare le loro somme dovute, mentre i secondi percepiscono il pericolo di una riduzione, a seguito dell'aumento del numero di soggetti appartenenti alla proprietà della società, del proprio peso nell'assemblea oppure di sentirsi obbligati a confluire in una società derivante dal post fusione più debole di quella incorporata. Quest'ultimo aspetto è un elemento comune tra questi soggetti ritenuti più “deboli” per la loro limitata

²³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 100-101

²⁴ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 101-102

capacità di intervento nelle scelte decisionali. Per questo, infatti, la normativa italiana ha definito una serie di tutele che vengono garantite da obblighi di pubblicità per i documenti necessari alla fusione al fine di valutarne se conviene aderirne, come ad esempio la disponibilità anticipata di tali documenti con obbligo di rispettare alcune tempistiche minime previste e le prestazioni di garanzie che si devono procurare nei confronti dei creditori dissenzienti da parte delle società che partecipano alla fusione. Le principali fasi del procedimento di fusione sono di seguito riepilogate in 4 attività²⁵:

- Redazione da parte degli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione del progetto di fusione, delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione e della relazione dell'organo amministrativo;
- Redazione da parte degli esperti indipendenti di una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o quote con quale poi esprimono anche un parere sull'adeguatezza del metodo o metodi adottati dalla società (art. 2501-*sexies* cc)²⁶;
- Deposito dei documenti descritti nei due punti precedenti e dei bilanci degli ultimi 3 esercizi delle società partecipanti alla fusione con le relazioni dei soggetti cui spetta il controllo contabile e l'amministrazione (art. 2501-*septies* cc)²⁷;
- Decisione di ciascuna società partecipante alla fusione di procedere all'approvazione della fusione (art. 2502 cc)²⁸. La delibera di fusione deve essere depositata per l'iscrizione del Registro delle imprese entro 30 giorni dalla data della decisione.
- Attuazione della fusione: stipula e sottoscrizione dell'atto di fusione.

Con riferimento ai documenti che devono essere redatti dall'organo amministrativo indicati al precedente primo punto, per quanto riguarda il progetto di fusione, si fa richiamo all'*art. 2501 ter* del Codice civile, il quale definisce nel primo comma il contenuto minimo del progetto come di seguito esplicitato:

²⁵ Cfr. Documento OIC 4

²⁶ *Uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione.*

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

²⁷ *Devono restare depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione ovvero pubblicati sul sito Internet delle stesse, durante i trenta 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: 1) il progetto di fusione con le relazioni, ove redatte, indicate negli articoli 2501 *quinquies* e 2501 *sexies*; 2) i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale; 3) le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione ove redatte a norma dell'articolo 2501 *quater*, primo comma, ovvero, nel caso previsto dall'articolo 2501 *quater*, secondo comma, la relazione finanziaria semestrale.*

²⁸ *La fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispongono diversamente, tale approvazione avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, salva la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione e, nelle società di capitali, secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto.*

“L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione [2249, 2250];*
- 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 danaro [2436, 2440];*
- 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 [2350];*
- 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 [2348];*
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.*

Il progetto di fusione viene quindi redatto dall'organo amministrativo con lo scopo di indicare e definire le caratteristiche e le condizioni dell'operazione di fusione da sottoporre poi all'approvazione dell'assemblea, ha contenuto ovviamente identico per tutte le società che fanno parte del perimetro di tale operazione. Si tratta quindi del documento più importante di tutto il processo e al fine di garantire l'obbligo di pubblicità e la disponibilità anticipata di tale documento di cui sopra, esso deve essere depositato per l'iscrizione nel Registro delle imprese almeno 30 giorni prima della data di convocazione dell'assemblea dei soci al fine della sua approvazione; oppure, alternativamente al deposito, tale progetto può essere eventualmente inserito nel sito Internet della società. Il periodo minimo dei 30 giorni può essere ridotto in presenza del consenso unanime dei soci nell'approvazione del progetto grazie al quale la norma consente di rinunciare a tale termine.

L'art 2501 *quarter* del Codice civile al primo e secondo comma sancisce come devono essere redatte le situazioni patrimoniali delle società fuse: *“L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società ovvero pubblicato sul sito Internet di questa. 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 indicato nel primo comma, ovvero, nel caso di società quotata in mercati regolamentati, dalla relazione finanziaria*

semestrale prevista dalle leggi speciali, purché non riferita ad una data antecedente sei mesi dal giorno di deposito o pubblicazione indicato al primo comma”.

Lo scopo di tale situazione patrimoniale è quindi quello di aggiornare i saldi dei conti dell'ultimo bilancio in quanto rappresenta una sorta di bilancio infrannuale composto da uno stato patrimoniale e un conto economico nei quali viene permesso di valutare le società aderenti alla fusione nel suo complesso e le variazioni intervenute dopo la data di riferimento dell'ultimo bilancio approvato. Il fine principale è quindi quello di dare ai soci delle informazioni aggiornate e complete in merito alla composizione e all'entità del patrimonio di quell'azienda ad una data prossima della fusione.

L'art. 2501-*quinquies* del Codice civile enuncia la relazione dell'organo amministrativo così come di seguito riportato: *“L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote.*

La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di valutazione.

L'organo amministrativo segnala ai soci in assemblea e all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della società ovvero pubblicato nel sito Internet di questa e la data della decisione sulla fusione”.

In tale documento si cerca quindi di motivare e specificare i contenuti del progetto di fusione con riferimento agli accordi presi con l'organo amministrativo delle altre società partecipanti all'operazione, sia sotto il profilo economico che giuridico.

Al contrario del progetto di fusione, la relazione degli amministratori è auspicabile e ragionevole che sia diversa per ogni società che partecipa alla fusione in quanto il contenuto di tale relazione richiede una certa specificità sia in merito alle singole motivazioni che ogni società definisce per giustificare l'operazione, sia in merito alla valutazione della convenienza per aderire al progetto, che ovviamente dipenderà dal contesto e dalla situazione economico-finanziaria di ogni singola impresa²⁹. Tale relazione è il principale documento informativo indirizzato ai soci, in quanto è a questi che si dovrebbero spiegare le motivazioni e i vantaggi dell'operazione, fornire un'esposizione convincente sui presupposti che rendono credibile la fattibilità economica dell'operazione definendone sia le prospettive che gli obiettivi, comunicare i dati e i valori effettivi del progetto in modo trasparente in quanto un normale bilancio costruito mediante i criteri ordinari non è in grado di rappresentare, nemmeno se redatto in data corrente³⁰.

²⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 121

³⁰ Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, IV ed., Giappichelli, Torino, 2016, pp. 98-99

Un ulteriore documento è rappresentato dalla relazione degli esperti, il quale ha lo scopo di informare i soci sulle caratteristiche dell'operazione e quindi di attestare e confermare che i dati e le valutazioni effettuate per definire il rapporto di cambio siano attendibili, consistenti e veritieri. In tale relazione degli esperti esterni esprimono quindi un giudizio di congruità, su ciascuna società, in merito a quanto definito dell'articolo 2501-*sexies* del Codice civile e quindi con riferimento ai metodi usati per stabilire il rapporto di cambio e i relativi valori che ne risultano dall'applicazione distinta di ciascuno di questi metodi rilevando anche le eventuali difficoltà riscontrate nella valutazione dei capitali economici e del relativo confronto. Per esprimere un giudizio di congruità in merito alla determinazione del rapporto di cambio, gli esperti devono pronunciarsi sull'adeguatezza dei metodi utilizzati attenendosi ai requisiti di coerenza e omogeneità insiti nelle ipotesi assunte che ci sono alla base degli stessi poiché il rapporto di cambio suppone che venga effettuata una corretta stima dei rapporti tra i capitali economici. Ogni esperto ha quindi il diritto a ricevere le informazioni e i documenti utili da parte delle società che aderiscono alla fusione per procedere alle verifiche necessarie³¹.

L'esperto deve essere scelto tra quelli presenti nell'albo dei revisori contabili o tra le società di revisione. Se la società incorporante o quella che risulta dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, la norma dice che gli esperti devono essere designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se si tratta di una società quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Consob³².

In merito alla destinazione di tali documenti ci sono in dottrina delle opinioni differenti. Secondo una prima teoria³³, si ritiene che il contenuto della relazione dell'organo amministrativo abbia una portata informativa riferita ad una platea di soggetti più ampia, non solo ai soci titolari del capitale sociale ma anche nei confronti di soggetti portatori d'interessi esterni all'impresa. Per questo motivo tale teoria non ritiene valida e opportuna la norma secondo la quale non c'è l'obbligo della relazione dell'organo amministrativo nell'ipotesi in cui l'incorporante possiede l'intero capitale della incorporata e quella per cui non viene richiesta tale relazione se vi rinunciano all'unanimità i soci di ciascuna delle società che partecipano alla fusione. Tali norme sembrano quindi sottovalutare l'importanza di dare comunque un'adeguata informativa ai soggetti esterni sulla vita delle imprese e su quali sono gli eventi successivi che ne determineranno il loro sviluppo.

Una seconda teoria³⁴, contraria a quella appena definita, ritiene che, nelle ipotesi in cui la fusione non coinvolga società quotate, i documenti e le relazioni siano destinati soprattutto ai soci e non a soggetti

³¹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 122-123

³² Articolo 2501-*sexies*, c. 3 del Codice civile

³³ Potito L., *op. cit.*, 2016, p. 99

³⁴ Cfr. Mancin M. (a cura di), *op. cit.*, p. 123

esterni come, ad esempio, possono esserlo i creditori sociali. Le motivazioni che supportano tali considerazioni derivano dal fatto che:

- le relazioni e i documenti non sono depositati presso il Registro delle imprese ma solo presso la sede della società o nel sito web senza avere quindi un'evidenza pubblica in quanto spesso l'accesso a tali fonti viene consentito solo ai soci;
- secondo gli artt. 2501-*quarter*, 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* del Codice civile, questi documenti non sono obbligatori se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono diritti di voto in ognuna della società che partecipano alla fusione: ne consegue quindi che, se tutti i soci acconsentissero, tali documenti potrebbero non venire mai pubblicati e di conseguenza portati a conoscenza di terzi o soggetti esterni;
- è possibile non procedere alla pubblicazione di tale documentazione nelle ipotesi di incorporazione di una società interamente posseduta o posseduta almeno al 90% (artt. 2505 e 2505-*bis* c.c.) qualora venga data l'autorizzazione agli altri soci della incorporata di far acquistare le loro azioni o quote della società incorporante secondo un corrispettivo calcolato sulla base dei criteri previsti per il recesso.

Una volta depositati presso la sede della società questi tre documenti unitamente ai bilanci degli ultimi tre esercizi di ciascuna società aderente alla fusione, e alla relazione sulla gestione e a quella del soggetto cui compete la revisione legale dei conti, ciascuna società è tenuta a deliberare in assemblea dei soci per l'approvazione del progetto di fusione. Tale delibera può contenere solo modifiche residuali o di basso rilievo in quanto non devono incidere sui diritti e gli obblighi dei soci o terzi. Qualora non si tratti di modifiche marginali, si rende inevitabile riprendere il procedimento di fusione in modo da rielaborare il progetto di fusione e riportarlo in approvazione una volta che sia ritornato uguale per tutte le società³⁵.

Perché la fusione possa avere attuazione devono decorrere almeno 60 giorni dalla data di iscrizione nel Registro delle imprese della delibera di fusione, unitamente al progetto di fusione, alla situazione patrimoniale, alla relazione dell'organo amministrativo e a quella degli esperti. Questi 60 giorni, secondo l'art. 2503 del Codice civile, sono il lasso temporale necessario ai creditori per opporsi³⁶. Trascorsi questo periodo l'atto di fusione può essere stipulato dalle società che partecipano a tale operazione e, nel caso di fusione propria, si stipula in merito alla nascita del nuovo complesso aziendale; mentre nel caso di fusione per incorporazione, si assiste all'estinzione della incorporata. Da questo momento hanno rilevanza e validità tutti gli effetti reali della fusione e l'incorporante

³⁵ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 124

³⁶ L'opposizione alla fusione determina la sospensione degli effetti della delibera assembleare di approvazione della fusione stessa. Possono ovviamente fare opposizione i soggetti terzi che avevano maturati crediti antecedentemente la data di deposito o di pubblicazione del progetto di fusione da parte degli amministratori.

diventa titolare di tutti i diritti e i doveri delle società incorporanti subentrandone in tutti i loro rapporti anche antecedenti alla fusione³⁷.

Questo termine, in deroga alla disciplina ordinaria, è dimezzato se alla fusione partecipano società non azionarie³⁸. L'articolo 2503 nel primo comma definisce dei casi in cui è possibile procedere con la stipula anticipata dell'atto di fusione stabilendo che *“se è stato ottenuto il consenso di tutti i creditori anteriormente alla data di deposito del progetto di fusione nel Registro delle imprese, oppure se la società ha soddisfatto tutti i creditori che non hanno prestato il consenso alla fusione o se sono state depositate presso una banca le somme corrispondenti al valore dei crediti cui si riferisce il mancato consenso”*, si può stipulare l'atto di fusione senza attendere che decorrano i 60 o 30 giorni. Secondo l'art. 2504 del Codice civile la fusione *“deve risultare da atto pubblico e deve essere depositato per l'iscrizione, a cura del notaio o dei soggetti cui compete l'amministrazione della società risultante dalla fusione o di quella incorporante, entro trenta giorni, nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione, di quella che ne risulta o della società incorporante”*.

Inoltre, nel terzo comma dell'articolo appena menzionato si afferma che *“il deposito relativo alla società risultante dalla fusione o di quella incorporante non può precedere quelli relativi alle altre società partecipanti alla fusione”*.

1.2.4 Gli effetti della fusione

In linea generale tale operazione ha effetto dal momento in cui l'atto di fusione viene iscritto nel Registro delle imprese. Da questo momento i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione vengono assunti dall'incorporante o da quella risultante dalla fusione. La norma prevede la possibilità di retrodatare gli effetti obbligatori della fusione, cioè quelli che si intrattengono tra le parti coinvolte nel progetto di fusione. Con la retrodatazione, quindi, è possibile far decorrere degli effetti da una data anteriore a quella in cui la fusione ha avuto realmente efficacia.

Nel solo caso della fusione per incorporazione è ammessa la postdatazione degli effetti della fusione. Fino alla data in cui l'atto di fusione viene iscritto nel Registro delle imprese, ciascuna delle società aderenti alla fusione, continuano e mantengono in piena autonomia i diritti e gli obblighi derivanti dall'esercizio della propria attività. Ne consegue quindi che anche tutte le operazioni svolte fino alla data di iscrizione dell'atto di fusione nel Registro delle imprese, anche sotto il profilo contabile,

³⁷ Per maggiori approfondimenti si veda al paragrafo successivo “Gli effetti della fusione”

³⁸ L'articolo 2505-quarter del Codice civile

rimangono in capo alle singole società che partecipano alla fusione e non alla società che ne deriva dall'operazione³⁹.

La retrodatazione contabile determina l'aggregazione degli utili o perdite delle società che partecipano alla fusione.

La retroattività degli effetti della fusione può essere di tipo reddituale, contabile o fiscale.

Il lasso temporale esistente tra la data in cui viene riferita la determinazione del rapporto di cambio e la data di effetto "reale" della fusione viene definito periodo "interinale". Tale periodo può accadere per intero nello stesso esercizio oppure iniziare in un esercizio e terminare in quello successivo.

Gli effetti "reali" della fusione si distinguono da quelli "obbligatori" in quanto i primi sono assoluti e validi nei confronti di tutti, mentre i secondi si esplicitano solo tra le parti coinvolte.

Gli effetti reali consistono nell'annullamento delle azioni o quote delle società fuse e nella conversione in azioni o quote della incorporante mediante il rapporto di cambio, nell'estinzione delle società incorporate come soggetti autonomi di diritto e nella successione della incorporante nei rapporti giuridici esistenti e nell'intero patrimonio delle società fuse^{40 41}.

Ai sensi dell'articolo 2504-*bis* comma 2 del Codice civile, gli effetti reali si producono dalla data della data di iscrizione nel Registro delle imprese dell'atto di fusione dell'incorporante⁴² o data dell'ultima iscrizione nel Registro delle imprese della società incorporante nel caso di fusione propria. Nel caso di fusione per incorporazione, può essere definita una data di efficacia "reale" successiva a quella dell'ultima iscrizione dell'atto nel Registro delle imprese. In questo caso, la posticipazione dell'efficacia reale viene indicata già nel progetto di fusione perché viene utilizzata per ragioni di tipo pratico, come nel caso in cui la data dell'ultima delle iscrizioni nel R.I. è prossima alla chiusura dell'esercizio e si decide di postdatare l'efficacia reale della fusione al primo giorno del successivo esercizio.

L'articolo 2504-*bis*, comma 3, del Codice civile prevede, con riferimento agli effetti "obbligatori", che *"per gli effetti ai quali si riferisce il primo comma dell'articolo 2501 ter, numeri 5) e 6), possono essere stabilite date anche anteriori"* rispetto alla data di efficacia "reale".

Il menzionato articolo 2501-*ter* del Codice civile che definisce il contenuto del progetto di fusione, specificamente ai numeri 5 e 6 enuncia che nel progetto devono risultare:

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.

³⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 132

⁴⁰ Art. 2504-*bis* comma 1 del Codice civile

⁴¹ Cfr. Documento OIC 4

⁴² Art. 2504 comma 2 del Codice civile

Quindi, sia la giurisprudenza che la dottrina, ritengono che non sia possibile anticipare o posticipare la data di efficacia reale dell'atto di fusione, essendo questa definita per legge e quindi non modificabile per volontà delle parti.

A ciò fa eccezione il caso della fusione per incorporazione, dove invece è concessa la retrodatazione:

- *Reddituale*, intesa come la data alla quale le azioni o quote attribuite in concambio parteciperanno agli utili;
- *Contabile*, intesa come la data con quale gli effetti (patrimoniali ed economici) delle operazioni compiute dalla/e controllata/e verranno attribuite alla società risultante dalla fusione (New-Co) o alla controllante;
- *Fiscale*, che è legata a quella contabile, in quanto spesso sembra necessariamente verificarsi a seguito della retroattività contabile.

Essa ha quindi una validità pratica poiché permette di evitare la redazione di un bilancio di chiusura per la società fusa e di una dichiarazione dei redditi per il periodo che intercorre tra l'inizio dell'esercizio e la data di efficacia della fusione poiché sia i saldi contabili che il carico fiscale relativi a tale periodo vengono trasferiti in capo al soggetto derivante dalla fusione; una seconda esigenza pratica deriva dal fatto che rende possibile, in questo periodo appena menzionato, la compensazione di perdite dell'incorporata con utili dell'incorporante, o viceversa, in quanto entrambi (la perdita e l'utile) sono imputati nel bilancio della controllante successivo alla fusione.

Alla retrodatazione fiscale vengono imposti dei limiti dall'art. 172 comma 9 del TUIR, il quale prevede che *"l'atto di fusione può stabilire che ai fini delle imposte sui redditi gli effetti della fusione decorrano da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante"*.

Contrariamente, se invece si decide di non retrodatare gli effetti contabili e l'operazione avviene nel corso dell'anno, ogni società che partecipa alla fusione dovrà rispettare una serie di adempimenti contabili e fiscali collegati all'esigenza di procedere con l'assestamento dei conti e con la determinazione del risultato economico relativo alla frazione di esercizio che precede la fusione, all'obbligo giuridico di provvedere al calcolo del carico fiscale per quel specifico periodo e alla consegna delle scritture e dei dati contabili che risultano dalla chiusura dell'esercizio alla incorporante in modo tale da permetterle d'integrare nella propria contabilità i saldi dei conti della società incorporate⁴³.

Il risultato d'esercizio determinato in tale ipotesi, forma anche oggetto di un'apposita dichiarazione dei redditi che l'incorporante ha l'obbligo di fare per conto della incorporata.

⁴³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 132-133

La difficoltà nell'individuare la data alla quale ricollegare la retroattività reddituale è legata al fatto di stabilire quali siano i modi con i quali si valuta il patrimonio dell'incorporata per definire il rapporto di cambio e stabilire se ai soci della fusa spettino o meno il diritto all'utile da quest'ultima prodotto nel periodo "interinale" e fino alla sua estinzione.

In riferimento agli utili prodotti nel periodo interinale, già dagli Anni '80 veniva discusso se questi spettassero solo ai soci delle società incorporate o se invece debbano essere sommati agli utili dell'incorporante o delle altre società e solo dopo la fusione essere distribuiti tra tutti i soci in base al rapporto di cambio.

È stato successivamente ritenuto che, se nella valutazione del patrimonio delle società fuse e nella fissazione del rapporto di cambio di ciascuna, si è considerato l'utile maturato dall'inizio dell'esercizio fino alla data della redazione della situazione patrimoniale, di cui all'articolo 2501-*quarter* del Codice civile, allora gli utili prodotti nel periodo interinale verranno distribuiti tra tutti i soci, sia vecchi che nuovi, dall'incorporante a seguito del complemento del processo di fusione. Se nel mentre però ricade la chiusura dell'esercizio, questi utili prodotti verranno imputati a "Utili portati a nuovo" nel bilancio dell'incorporante⁴⁴.

Se, nel caso opposto, non si considerano gli utili già conseguiti dalla società incorporate nel momento in cui viene valutato il loro patrimonio o fissato il rapporto di cambio, è opportuno stabilire la data dalla quale le azioni o quote dei soci partecipano agli utili *ex* articolo 2501-*ter* del Codice civile n. 5). In questo caso, se nel mentre avviene la chiusura dell'esercizio, gli utili dell'incorporata potranno essere distribuiti ai soli soci di questa.

Nell'ipotesi in cui, nel progetto di fusione non si prevede alcuna retrodatazione degli effetti oppure viene stabilito che questi sono validi dalla data di efficacia reale della fusione, gli utili prodotti nel periodo interinale spettano esclusivamente ai soci della società fusa. Ai fini dell'incorporazione di tali utili, questi non saranno parte integrante del patrimonio netto della controllata in quanto verranno rilevati come debiti verso i soci di quest'ultima.

La retrodatazione contabile permette di imputare al bilancio della controllante gli effetti patrimoniali e reddituali, posti in essere dagli amministratori dell'incorporata, delle operazioni di gestione compiute nel periodo che intercorre tra la data alla quale si fa poi risalire la retrodatazione contabile e quella successiva in cui si produce l'effetto reale della fusione⁴⁵.

La necessità di definire la retrodatazione contabile sussiste nel momento in cui il processo di fusione inizia in un esercizio e si completa in un altro, mentre se il procedimento di fusione si realizza interamente in un esercizio e gli esercizi tra incorporata e incorporante coincidono, i dati risultanti

⁴⁴ Potito L., *op. cit.*, 2016, p. 107

⁴⁵ Cfr. Documento OIC 4

dal bilancio di chiusura vengono imputati nel bilancio della controllante e nella sua contabilità come già più volte definito.

La disposizione precedentemente menzionata e definita dall'articolo 2501-*ter* del Codice civile n. 6), vuole anche indirettamente significare che nel momento in cui ha efficacia la retrodatazione, l'incorporata non è esonerata nel redigere il bilancio o tenere la propria contabilità. Dunque, le operazioni di gestione compiute dalla controllata non siano rilevate solo dalla controllante, poiché le norme inderogabili stabilite dagli articoli 2214⁴⁶ e seguenti⁴⁷ del Codice civile e riguardanti la tenuta delle scritture contabili, devono essere obbligatoriamente rispettate anche dalla incorporata. Ne deriva quindi che, se nel frattempo avviene la chiusura dell'esercizio della controllata, gli amministratori di questa devono comunque redigere il bilancio d'esercizio e procedere alla sua ordinaria approvazione. La parte prevalente della dottrina ritiene che il comportamento appena definito debba realizzarsi anche nel caso in cui la conclusione del processo di fusione avvenga precedentemente all'approvazione da parte dei soci del bilancio della controllata. In questa circostanza saranno quindi gli amministratori della incorporante a redigere il bilancio dell'ultimo esercizio dell'incorporata in quanto non si ritiene possa essere omessa la sua redazione. Sulla base di tali risultanze però, si deduce che la data alla quale far decorrere la retroattività contabile non può essere anteriore alla data di chiusura del precedente esercizio dell'incorporante⁴⁸.

Un'ulteriore conferma di tale deduzione la si può trovare nel precedente citato articolo 172, comma 9, del TUIR che definisce la retroattività fiscale.

Gli ultimi due tipi di retroattività menzionati, contabile e fiscale, sono strettamente collegati fra loro in quanto il reddito d'impresa si determina sulla base del risultato economico che emerge dal bilancio, quindi dal momento in cui si definisce la retroattività contabile, automaticamente si stabilisce anche quella fiscale in modo che, anche ai fini fiscali, il risultato d'esercizio sia attribuito a quello dell'incorporante includendolo sia nel bilancio che nella dichiarazione dei redditi di quest'ultima.

Il bilancio di chiusura delle società fuse non è disciplinato da una norma di legge ma allo stesso tempo non è possibile avere un periodo dell'esercizio della società che manchi di rendicontazione e valutazione. Nella realtà, questo bilancio di chiusura rappresenta l'analisi dei valori contabili delle

⁴⁶ *“L'imprenditore che esercita un'attività commerciale deve tenere il libro giornale e il libro degli inventari. Deve altresì tenere le altre scritture contabili che siano richieste dalla natura e dalle dimensioni dell'impresa e conservare ordinatamente per ciascun affare gli originali delle lettere, dei telegrammi e delle fatture ricevute, nonché le copie delle lettere, dei telegrammi e delle fatture spedite.*

Le disposizioni di questo paragrafo non si applicano ai piccoli imprenditori”.

⁴⁷ L'articolo 2215 del Codice civile prevede che *“I libri contabili, prima di essere messi in uso, devono essere numerati progressivamente in ogni pagina e, qualora sia previsto l'obbligo della bollatura o della vidimazione, devono essere bollati in ogni foglio dall'ufficio del registro delle imprese o da un notaio secondo le disposizioni delle leggi speciali. L'ufficio del registro o il notaio deve dichiarare nell'ultima pagina dei libri il numero dei fogli che li compongono. Il libro giornale e il libro degli inventari devono essere numerati progressivamente e non sono soggetti a bollatura né a vidimazione”.*

⁴⁸ Cfr. Documento OIC 4

operazioni di gestione compiute dalle società che partecipano alla fusione fino alla data in cui tali dati vengono trasferiti e confluiscono nella società incorporante o in quella che risulta a seguito della fusione.

Dalla definizione della data di efficacia contabile della fusione dipendono ora i criteri con i quali redigere il bilancio di chiusura delle società fuse perché se tali effetti contabili si compiono ad una data precedente a quella di esecuzione degli effetti reali della fusione, allora i fatti di gestione della società fusa realizzati nel periodo interinale sono rilevati nella contabilità risultante dalla fusione o in quella della controllante recependo nella stessa una situazione contabile riferita a tale periodo, senza rendersi quindi essenziale un bilancio intermedio. Nell'ipotesi opposta in cui, gli effetti contabili coincidano con quelli reali, i valori contabili della controllata che confluiscono nel bilancio della controllante, riproducono un bilancio infrannuale che rispecchia i fatti di gestione della società fusa compiuti nel periodo intercorrente tra l'inizio dell'esercizio in cui si è avviata la fusione e la data in cui quest'ultima si fonde nella controllata o nella società che risulta da tale operazione.

1.2.5 Gli aspetti fiscali nella fusione e le relative implicazioni contabili

Come definito dall'articolo, 172, nei commi 1⁴⁹, 2⁵⁰ e 3⁵¹, del T.U.I.R. le operazioni di fusione, ai fini delle imposte dirette, sono neutrali.

La società controllante o quella risultante dalla fusione, dalla data di efficacia reale della fusione, subentra a tutti gli obblighi e diritti delle società che ha incorporato, inclusi quelli relativi alle imposte sui redditi.

L'articolo 172 del TUIR disciplina l'operazione di fusione negli aspetti fiscali e in particolare ai commi 1-3 tratta della neutralità in capo ai soci e alle società partecipanti, nel comma 5 definisce le modalità di ricostituzione delle riserve in sospensione d'imposta, nel comma 7 le modalità di riporto delle perdite fiscali in capo alla società risultante dalla fusione o incorporante e nel comma 8 le modalità di determinazione del reddito dei periodi infrannuali.

⁴⁹ *“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”.*

⁵⁰ *“Nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni o quote o dell'annullamento delle azioni o quote di alcuna delle società fuse possedute da altre. I maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo derivante dall'annullamento o dal concambio di una partecipazione, con riferimento ad elementi patrimoniali della società incorporata o fusa, non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della società risultante dalla fusione. Tuttavia, i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti”.*

⁵¹ *“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, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'articolo 47, comma 7 e, ricorrendone le condizioni, degli articoli 58 e 87”.*

Il comma 1 definisce la neutralità fiscale della fusione e quindi i maggiori valori derivanti dall'imputazione del disavanzo di fusione (il valore dell'aumento del capitale sociale dell'incorporante è maggiore rispetto alla corrispondente quota di terzi del patrimonio netto della società incorporata) non sono rilevanti e nemmeno ammortizzabili sotto il profilo fiscale. Si crea quindi una sfasatura tra i valori contabili e i valori fiscali che vengono inseriti nella dichiarazione dei redditi delle società incorporanti. Per questi concetti darò una spiegazione più dettagliata di seguito. Il comma 3 invece stabilisce la neutralità fiscale del concambio delle partecipazioni sia nel caso di fusione propria che per incorporazione, rispettivamente, per tutti i soci delle società fuse e per i soci della incorporata. Se però è previsto un conguaglio, questo è sottoposto a tassazione secondo le specifiche disposizione del caso, a seconda che si tratti di socio persona fisica o meno, imprenditore o no, società di capitali (Ires) o società di persone (Irfef). Anche per questo argomento seguirà un trattamento più approfondito di seguito.

Il comma 5⁵² di tale articolo di riferimento del TUIR definisce la ricostituzione delle riserve di sospensione d'imposta che si distinguono in riserve tassabili in ogni caso e in riserve tassabili solo in caso di distribuzione. La ricostituzione delle prime avverrà utilizzando un avanzo di fusione (valore dell'aumento del capitale sociale dell'incorporante è minore rispetto alla corrispondente quota di terzi del patrimonio netto della società incorporata), la ricostituzione delle seconde se emerge tale avanzo o in presenza di un aumento del capitale sociale dell'incorporante di un ammontare maggiore al capitale complessivo delle società della fusione.

La norma richiede che tali riserve siano ricostituite nel bilancio dell'incorporante, prospettando la tassazione se e nei limiti in cui ciò non avvenisse, proprio al fine di evitare che la fusione diventi un'occasione per riclassificare riserve di questo tipo in modo diverso nel bilancio dell'incorporata con il solo scopo di evitare la tassazione⁵³.

La possibilità di riportare perdite fiscali in sede di fusione è stata anch'essa oggetto di varie modifiche al fine di fronteggiare i tentativi, sempre maggiore, di elusione fiscale, per cercare di incorporare società inattive o prive di un valore economico al solo scopo di acquisire il vantaggio fiscale di ridurre

⁵² *“Le riserve in sospensione di imposta, iscritte nell'ultimo bilancio delle società fuse o incorporate concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante se e nella misura in cui non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione. Questa disposizione non si applica per le riserve tassabili solo in caso di distribuzione le quali, se e nel limite in cui vi sia avanzo di fusione o aumento di capitale per un ammontare superiore al capitale complessivo delle società partecipanti alla fusione al netto delle quote del capitale di ciascuna di esse già possedute dalla stessa o da altre, concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante in caso di distribuzione dell'avanzo o di distribuzione del capitale ai soci; quelle che anteriormente alla fusione sono state imputate al capitale delle società fuse o incorporate si intendono trasferite nel capitale della società risultante dalla fusione o incorporante e concorrono a formarne il reddito in caso di riduzione del capitale per esuberanza”.*

⁵³ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 156

il proprio carico d'imposta utilizzando delle perdite che la propria incorporata aveva subito, per ridurre il proprio imponibile fiscale⁵⁴.

Le perdite fiscali sono riportabili per la parte che non eccede l'ammontare del rispettivo patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio oppure, se inferiore, dalla situazione patrimoniale senza tenere conto dei conferimenti e versamenti fatti negli ultimi 24 mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa. È possibile però riportare le perdite fiscali in capo alla società incorporante a condizione che questa sia operativa e che i ricavi e i proventi risultanti dalla gestione caratteristica e le spese per lavoro subordinato siano superiori al 40% della media dei due esercizi anteriori⁵⁵.

Questo, con il fine di sminuire il tentativo di incrementare il valore delle perdite pregresse deducibili attraverso l'utilizzo di illegittimi aumenti di patrimonio delle società in perdita. Nel comma 8 dello stesso articolo si definisce come deve essere determinato il reddito del periodo compreso tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto reale la fusione. In questo arco temporale il reddito viene calcolato in un apposito conto economico con il quale si invia una specifica dichiarazione dei redditi. È evidente che tali limiti segnalati per le perdite pregresse, non siano riferite anche alle perdite in capo alla società incorporante poiché non è corretto che una società si veda limitata la possibilità di dedursi le proprie perdite, che sarebbero avvenute se la fusione non fosse avvenuta, per il solo motivo che essa procede a tale operazione.

1.2.5.1 La fiscalità differita

Come precedentemente scritto, la normativa fiscale, riconosce che, ai fini delle imposte dirette, le operazioni di fusione sono neutrali. La disciplina in questa materia è stata rivista e modificata varie volte, sempre con lo scopo di inseguire eventuali utilizzi effettivi o ipotetici che nella realtà potevano essere messi in pratica al fine di ottenere ingiusti ed illegittimi risparmi d'imposta⁵⁶. Proprio per tale motivo quindi, ai fini della determinazione del reddito imponibile dell'esercizio di riferimento, le differenze da fusione sono irrilevanti.

Le imposte differite vengono iscritte nel passivo dello stato patrimoniale alla voce Fondo per imposte differite.

Nell'articolo 172 del T.U.I.R., comma 2, ultimo parte, la normativa consente che tali differenze possano venire "affrancate" fiscalmente a seguito del pagamento di un'imposta sostitutiva di cui al comma 2-ter dell'articolo 176. Se la società decide quindi di optare per questa soluzione, essa, a fronte del pagamento dell'imposta sostitutiva, si vedrà riconosciuta ai fini fiscali, i maggiori valori

⁵⁴ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 154

⁵⁵ Art. 172 TUIR comma 7

⁵⁶ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 151

iscritti in bilancio sulle immobilizzazioni a fronte dello “storno” del disavanzo generato dalla fusione⁵⁷.

Tale vicenda diventa ancora più significativa, nel momento in cui, dalla fusione si rilevano dei disavanzi che vengono imputati a maggior valore dell’attivo e ad avviamento poiché si delineano due situazioni opposte nel caso in cui la società decida o meno di procedere con l’affrancamento del disavanzo. Nell’ipotesi in cui si decida di affrancare, il disavanzo diventa rilevante ai fini fiscali e quindi il valore contabile e quello fiscale dei beni, nei quali il disavanzo è stato allocato, coincidono. Nel caso opposto, in cui non si opti per l’affrancamento del disavanzo, i valori delle poste dell’attivo a cui verrà imputata tale differenza, avranno un valore contabile superiore rispetto a quello riconosciuto a livello fiscale. Di conseguenza, se i beni rivalutati sono ammortizzabili, anche il relativo ammortamento contabile sarà maggiore di quello fiscalmente deducibile. Anche l’avviamento, che deriva da una quota residua del disavanzo che non è stata allocata nell’attivo, non è fiscalmente rilevante⁵⁸.

In questa seconda alternativa, il fatto di non affrancare il disavanzo, fa sì che si rilevino delle differenze “temporanee”. Nel paragrafo 71 dell’OIC 25 si evidenzia che *“nel bilancio della società acquirente le differenze temporanee sorgono quando il valore riconosciuto ai fini fiscali alle attività e passività è diverso rispetto al valore contabile attribuito in sede di allocazione del costo di acquisto della società, dell’azienda o ramo d’azienda, del valore delle azioni o quote ricevute a fronte del conferimento o delle differenze di fusione o scissione”*.

Queste differenze si ridurranno e verranno riassorbite nei periodi successivi a mano a mano che il processo di ammortamento contabile dei beni che sono stati rivalutati prosegue; esse si estingueranno in maniera definitiva una volta concluso il periodo di ammortamento o nel momento in cui il bene viene alienato anticipatamente e quindi dismesso, realizzando così una plusvalenza o minusvalenza. Logicamente, il valore della plusvalenza o minusvalenza contabile, sarà diverso da quello rilevante ai fini fiscali, proprio per il fatto che il calcolo viene effettuato a partire da due valori iniziali differenti⁵⁹.

La non coincidenza tra valore contabile e fiscale dei beni determina anche un disallineamento conseguente tra le imposte correnti, che vengono calcolate sul valore valido ai fini fiscali, e tra quelle di competenza del periodo, le quali vengono invece determinate sulla base di costi e dei ricavi determinati contabilmente. Per evitare ciò e far sì che si allineino i valori delle imposte correnti e di competenza, si procede con la rilevazione di imposte differite o anticipate.

⁵⁷ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 194

⁵⁸ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 195-196

⁵⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 195-196

Le imposte differite, come si può dedurre dal significato delle parole, sono imposte di competenza dell'esercizio ma che verranno liquidate in maniera differita, diventeranno quindi correnti negli esercizi successivi. Derivano dalla possibilità di differire una parte della tassazione relativa a proventi che sarebbero di competenza dell'esercizio in periodi successivi. Le imposte anticipate, di cui parlerò successivamente, sono quella parte di imposte correnti e che quindi vengono liquidate con la dichiarazione dei redditi dell'anno in questione ma che in realtà sono di competenza di esercizi successivi.

Nel bilancio post fusione quindi si rilevano eventuali imposte differite derivanti dall'allocazione dei disavanzi da annullamento e da concambio a maggiore valore delle attività; oppure imposte anticipate determinate a seguito dell'imputazione degli avanzi da annullamento da concambio derivanti da svalutazione dell'attivo o da incrementi del passivo.

L'OIC 25 al paragrafo 73, specifica che *“se l'operazione straordinaria genera una differenza temporanea, la società acquirente iscrive le relative imposte differite o anticipate alla data in cui avviene l'operazione, a fronte dei maggiori o minori valori derivanti dall'operazione rispetto ai valori fiscali riconosciuti. Tali imposte, tenuto conto della irrilevanza fiscale dei plusvalori o minusvalori che emergono secondo l'attuale normativa, hanno l'obiettivo di neutralizzare i maggiori o minori carichi fiscali che potranno emergere negli esercizi successivi”*. Lo stesso principio al paragrafo 54⁶⁰ esplicita un'eccezione relativamente all'avviamento: se il valore del disavanzo che residua venisse imputato ad avviamento, tale valore non dà origine a situazioni di fiscalità differita perché, come riportato nel paragrafo 77, *l'avviamento rappresenta la differenza che residua dopo l'allocazione del costo di acquisizione alle attività e passività iscritte con l'operazione straordinaria. Conseguentemente, l'iscrizione delle imposte differite comporterebbe un aumento del valore contabile dell'avviamento determinando un contemporaneo incremento di pari importo dell'attivo e del passivo; ciò renderebbe l'informazione contenuta nel bilancio meno trasparente*⁶¹.

1.2.5.2 La fiscalità anticipata

Le imposte anticipate, come già detto, sono quella parte di imposte correnti di competenza di esercizi successivi. Si rilevano nello stato patrimoniale del bilancio iniziale di fusione come “Attività per imposte anticipate” e derivano dall'utilizzo degli avanzi da concambio e da annullamento per la parte

⁶⁰ Le attività per imposte anticipate e le passività per le imposte differite sono rilevate in bilancio nell'esercizio in cui emergono le differenze temporanee, salvo nei seguenti casi: – la rilevazione iniziale dell'avviamento; – la rilevazione iniziale di un'attività o di una passività in un'operazione che non influenza direttamente né il risultato civilistico né il reddito imponibile e non è un'operazione straordinaria

⁶¹ Renderebbe il bilancio meno trasparente in quanto, con la fiscalità differita, l'avviamento potrebbe creare un nuovo avviamento da iscrivere nel bilancio poiché l'iscrizione delle imposte differite determinate sull'avviamento ha come conseguenza diretta quella di ridurre il patrimonio netto contabile dell'incorporata e, a parità del costo di “acquisizione”, di produrre nuovo avviamento.

che viene portata a riduzione del valore dell'attivo o ad incremento del passivo. C'è quindi l'impossibilità di portare in deduzione nell'esercizio dei costi di competenza per il loro intero ammontare, posticipando la possibilità di dedurli a periodi successivi.

Riducendosi il valore di un bene dell'attivo, ad esempio un'immobilizzazione, al fine di renderla uguale al suo minore valore recuperabile, si crea una nuova variazione temporanea tra il valore fiscalmente deducibile che non considera la svalutazione fatta sull'immobilizzazione e il valore contabile che invece l'ha subita. La svalutazione dell'immobilizzazione, nei periodi successivi determinerà quindi anche un valore minore del relativo ammortamento, in quanto calcolato sul valore contabile svalutato; in conseguenza a ciò si avranno delle imposte di competenza maggiori di quelle correnti che effettivamente saranno liquidate⁶².

1.2.6 Il primo bilancio post fusione

Il primo bilancio che una società redige dopo aver concluso l'operazione di fusione e prima che si chiuda l'esercizio in cui questa si è compiuta è definito come bilancio di apertura del complesso aziendale unificato dopo l'aggregazione dei patrimoni. Si tratta della sola situazione patrimoniale del nuovo complesso o dell'incorporante che ha valenza interna per le incorporazioni ma anche esterna nelle fusioni proprie poiché rappresenta l'inventario iniziale della società. È quindi un bilancio iniziale della nuova realtà aziendale che è venuta a crearsi con la fusione; s'ispira a una finalità di funzionamento dell'impresa venuta fuori da tale operazione e che serve come base per la rilevazione dei suoi futuri risultati economici di esercizio⁶³.

Nel caso in cui ci sia la retrodatazione contabile, il bilancio di apertura viene redatto il giorno successivo a quella di efficacia reale della fusione e quindi quando si estingue la incorporata o fusa e nasce quella nuova. Come già detto precedentemente, la incorporata continua a mantenere e gestire la propria attività d'impresa e quindi tenere regolarmente le scritture contabili. Quello che risulta quindi dalle scritture contabili e nel bilancio di chiusura è quindi quello che compenetrerà nei saldi e nel patrimonio dell'incorporante o della società risultante dalla fusione dalla data di efficacia reale di quest'ultima. A seguito di questa compenetrazione o unificazione dei saldi della incorporata in quella o con quella della società incorporante si vengono quindi a formare gli avanzi e disavanzi da fusione. In caso di assenza di retroattività, il bilancio di chiusura è un bilancio infrannuale o una situazione contabile riferita alla data di estinzione della incorporata.

⁶² Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 202

⁶³ Potito L., *Bilanci straordinari*, UTET, Torino, 1990, p. 75

Con il primo bilancio post fusione, sorge la necessità di riconsiderare i valori patrimoniali alla luce delle nuove prospettive creatisi, pur restando in una logica di valori di funzionamento, di valori cioè destinati alla rilevazione periodica del risultato d'esercizio. In tale bilancio è poi rappresentato il nuovo capitale sociale, il quale risulta ripartito tra i vari soci in proporzione ai patrimoni effettivi delle rispettive società che si sono fuse e delle quali ciascuno di loro prima era titolare. Il valore della partecipazione di ogni socio quindi, come già più volte sottolineato, riflette il valore relativo alla propria società rispetto a quello delle altre che partecipano alla fusione⁶⁴.

1.2.7 Il processo di consolidamento dei saldi

Nel caso venga stabilita la retrodatazione contabile, una fase rilevante del processo di unificazione e compenetrazione dei patrimoni è quella di definire la data alla quale è stato deciso di far risalire tale effetto. In tale processo di consolidamento serve quindi eliminare crediti e debiti reciproci, altre poste reciproche presenti, i dividendi infragruppo, i costi, i ricavi, gli utili e le perdite derivanti da operazioni infragruppo o tra incorporante e incorporata nel periodo; occorre poi eliminare la partecipazione della incorporante nella fusa e alcuni saldi del patrimonio netto della incorporata.

Dopo questo processo di compensazione ed eliminazione dei saldi, i dati così rettificati saranno quelli che si utilizzeranno per determinare eventuali differenze di fusione.

La determinazione delle differenze di fusione dipende principalmente dalla presenza o meno di partecipazioni nel capitale sociale dell'incorporata da parte dell'incorporante. Si possono allora identificare tre situazioni diverse per l'incorporante, la quale:

- detiene il 100% del capitale sociale dell'incorporata;
- non detiene alcuna partecipazione nel capitale sociale dell'incorporata;
- detiene una partecipazione non totalitaria nel capitale sociale dell'incorporata.

1.2.7.1 L'incorporante detiene il 100% del capitale sociale

Nel primo caso, cioè quando l'incorporante possiede una partecipazione totalitaria nel capitale dell'incorporata, con l'operazione di fusione si richiede l'annullamento della partecipazione iscritta nell'attivo e in contropartita, l'iscrizione delle attività e passività presenti nel bilancio dell'incorporata⁶⁵.

Nella realtà accade spesso che il valore della partecipazione e quello del patrimonio netto contabile della società fusa non coincidano e questo può far sorgere delle *differenze di annullamento*. Il caso

⁶⁴ Potito L., *op. cit.*, 1990, p. 76

⁶⁵ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 144

contrario, cioè di perfetta coincidenza tra valore della partecipazione e valore del patrimonio netto, è puramente scolastico.

Nel caso delle differenze di annullamento, se il valore della partecipazione della incorporata, iscritto nel bilancio dell'incorporante, è maggiore del patrimonio netto contabile dell'incorporata di competenza dell'incorporante, allora si è in presenza di una differenza positiva e quindi di un *disavanzo da annullamento*. Nella situazione opposta, in cui il valore della partecipazione è minore del patrimonio netto, si avrà una differenza negativa che viene definita *avanzo da annullamento*.

Come è già stato spiegato nei paragrafi precedenti, la composizione del patrimonio netto contabile dell'incorporata da confrontare con il valore della partecipazione al fine di calcolare la differenza da annullamento, varia a seconda che sia stata o meno pattuita la retrodatazione contabile. Nel caso in cui sia stata pattuita, l'utile prodotto nel bilancio di chiusura non andrà ad aumentare il valore del patrimonio netto contabile dell'incorporata che verrà poi trasferito all'incorporante, bensì sarà solo di competenza solamente dei soci dell'incorporata. Nell'ipotesi opposta in cui invece non venga definita la retrodatazione, l'utile prodotto dall'incorporata nel bilancio di chiusura andrà ad aumentare il valore del patrimonio netto contabile che verrà utilizzare al fine di calcolare la differenza di annullamento.

Sofferamoci per un istante sul disavanzo da annullamento. Esso viene quindi inserito nello stato patrimoniale come una sorta di posta a pareggio che va a compensare la differenza di valore rilevata tra la partecipazione iscritta nell'attivo e l'ammontare del patrimonio netto contabile dell'incorporata. Questo patrimonio netto contabile dell'incorporata è quello post fusione composto dagli elementi del patrimonio alla data di efficacia reale della fusione. È incluso anche il risultato economico in corso di formazione relativo all'ultimo periodo nel caso in cui gli effetti contabili coincidano con quelli reali, nel caso opposto invece il risultato economico viene escluso, perché in presenza di retrodatazione contabile, le componenti reddituali determinate fino alla data dell'atto di fusione vanno ad integrarsi con quelle della incorporante⁶⁶.

L'articolo 2504-bis del Codice civile, comma 3, nella prima parte afferma che *“nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima; se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6 dell'articolo 2426⁶⁷, ad avviamento”*.

⁶⁶ Potito L., *op. cit.*, 2016, p. 114

⁶⁷ *“L'avviamento può essere iscritto nell'attivo con il consenso, ove esistente, del collegio sindacale, se acquisito a titolo oneroso, nei limiti del costo per esso sostenuto. L'ammortamento dell'avviamento è effettuato secondo la sua vita utile; nei casi eccezionali in cui non è possibile stimarne attendibilmente la vita utile, è ammortizzato entro un periodo*

Tale norma, quindi, richiede prima di esaminare i valori delle poste iscritte tra l'attivo e il passivo della società incorporata e poi di comprendere se esistono delle differenze tra i valori contabili e i corrispondenti valori correnti. Ad esempio, un maggior valore corrente del patrimonio netto potrebbe essere dovuto ad un prezzo di acquisto maggiore della partecipazione rispetto al valore contabile che risulta dal bilancio. Il precetto normativo appena menzionato parla di imputazione a valori correnti "ove possibile", l'OIC 4 al paragrafo 4.4.3.1 specifica che non solo i valori maggiori di quelli contabili devono essere effettivamente esistenti, ma devono anche essere iscritti nel limite del loro valore recuperabile, se inferiore al valore corrente. Infatti, se il valore corrente non fosse recuperabile con i risultati derivanti dalla gestione futura, il bene verrebbe iscritto a tale minore valore⁶⁸.

L'OIC 4 ammette la possibilità di imputare il disavanzo di annullamento sia su beni, che possono essere rivalutati in questo modo, iscritti nel bilancio di chiusura delle società incorporate, ma anche su attività o passività effettivamente esistenti ma non ancora non rilevate contabilmente nella situazione patrimoniale originaria.

La disposizione di cui appena sopra, viene condivisa anche dall'articolo 33 del D. Lgs. n. 127/1991 ai commi 2 e 3, infatti *"se l'eliminazione determina una differenza, questa è imputata nel bilancio consolidato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle imprese incluse nel consolidamento. L'eventuale residuo, se negativo, è iscritto in una voce del patrimonio netto denominata "riserva di consolidamento", ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce denominata "fondo di consolidamento per rischi ed oneri futuri"; se positivo, è iscritto in una voce dell'attivo denominata "avviamento", salvo che debba essere in tutto o in parte imputato a conto economico. L'importo iscritto nell'attivo è ammortizzato nel periodo previsto dal primo comma, n. 6, dell'articolo 2426 del Codice civile"*.

La norma richiede di verificare che siano presenti le condizioni necessarie ed effettive per poter iscrivere un avviamento, perché la differenza positiva che residua a seguito dell'allocazione a maggiori valori dell'attivo può dipendere da alcuni fattori, tra cui un costo eccessivo pagato per l'acquisto della partecipazione negli anni passati a causa di fattori extraeconomici influenzanti o di una maggior forza contrattuale del venditore oppure da una serie di perdite intervenute nella incorporata dall'acquisto della partecipazione che però nella valutazione della partecipazione nel bilancio dell'incorporante non sono state ritenute "durevoli".

non superiore a dieci anni. Nella nota integrativa è fornita una spiegazione del periodo di ammortamento dell'avviamento"

⁶⁸ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 147

Non è possibile iscrivere l'avviamento nell'attivo come una sorta di costo pluriennale da ammortizzare, poiché non corrisponde ad un elemento patrimoniale che possa garantire un'utilità futura⁶⁹.

Il valore della partecipazione può essere maggiore del valore del patrimonio netto contabile e quindi generare un disavanzo da annullamento anche per il fatto che il costo include il valore delle sinergie che ne deriveranno dall'incorporazione della incorporata o dall'esistenza di eventuali plusvalenze, oppure perché la partecipazione è stata oggetto di rivalutazione per effetto di leggi speciali o decreti emanati in periodi economici particolari (es. D. Lgs. n. 104/2020).

Se il valore corrente dei beni, risulta maggiore dell'importo del disavanzo da annullamento, è in questo caso possibile rivalutare le attività della società che viene fusa nel limite del valore del disavanzo.

Ci soffermiamo ora, sulla differenza negativa derivante dalla fusione e quindi sull'avanzo da annullamento. Come per il disavanzo, nasce come una posta che va a compensare la differenza che emerge tra il valore della partecipazione e il valore (maggiore) del patrimonio netto contabile dell'incorporata di competenza dell'incorporante. Si tratta di un'ipotesi che nella pratica e nella realtà è un po' meno diffusa rispetto al disavanzo ma che comunque merita di essere trattata e analizzata.

Nella seconda parte dell'articolo 2504-bis del Codice civile, comma 3, si afferma che *“se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri”*.

Anche in questo caso si deve valutare la natura economica che l'avanzo presenta in quanto a seconda dell'ipotesi sarà possibile iscriverlo o in una “Riserve da fusione” nel patrimonio netto oppure in una voce del passivo in “Fondo rischi per oneri e perdite da fusione”.

La rilevazione a riserva è permessa se il valore economico dell'incorporata è superiore al valore contabile della sua partecipazione che viene annullata per effetto della fusione. L'OIC 4 al paragrafo 4.4.3.2 indica tre cause generatrici⁷⁰ di questa fattispecie:

- l'acquisto è stato effettuato a causa particolarmente vantaggiose (es. acquisto in un'asta giudiziaria o per esigenze di liquidità del venditore);
- i beni della partecipata sono stati assoggettati ad una rivalutazione grazie l'entrata in vigore di beni speciali ma la partecipazione, nel bilancio dell'incorporante, non è stata rivalutata;
- nel periodo che intercorre tra l'acquisizione della partecipazione e la data di efficacia della fusione si sono formate riserve di utile nella partecipata, che non hanno comportato un

⁶⁹ Cfr. OIC 4, p. 28

⁷⁰ Cfr. documento OIC 4, par. 4.4.3.2, p. 31

corrispondente aumento del valore contabile della partecipazione che viene iscritta nel bilancio dell'incorporante secondo il criterio del costo⁷¹.

L'iscrizione dell'avanzo di annullamento in una riserva del patrimonio netto denominata "Riserva da fusione" è dovuta al fatto che, il minor valore della partecipazione trova una spiegazione economica, grazie alle motivazioni appena descritte, che consente di aumentare il patrimonio netto dell'incorporante post fusione, a seguito dell'annullamento della partecipazione⁷².

Nel paragrafo 4.4.3.2 dell'OIC 4 è presente una quarta causa generatrice dell'avanzo di fusione che però questa determina l'attribuzione di tale differenza in una voce del passivo dei fondi per rischi e oneri: l'acquisto è stato effettuato prevedendo oneri o perdite future della società incorporata o tenendo conto dell'esistenza di un badwill⁷³ per insufficienza reddituale che hanno quindi influito sul prezzo oppure il patrimonio netto contabile della partecipata è stato sopravvalutato a causa magari della mancata iscrizione o sottodimensionamento di uno o più fondi rischi oppure di una mancata svalutazione di partecipazioni o immobilizzazioni a seguito di rilevazioni di perdite durevoli di valore⁷⁴. Tale fondo denominato "Fondo per rischi e oneri da fusione" è una misura dell'avviamento negativo dell'impresa (il complesso dei beni è stato acquisito ad un costo inferiore alla somma dei valori dei beni presi singolarmente).

L'OIC 4 al paragrafo 4.4.3.2 richiede una verifica ulteriore sull'avanzo di fusione, che non viene espressa nella normativa civilistica all'art. 2504-*bis*, prima di procedere all'iscrizione di tale valore in una riserva o in un fondo rischi e oneri. Si tratta di analizzare se l'avanzo possa dipendere da una valutazione poco prudente delle poste dell'attivo e del passivo dell'incorporata intesa come una non corretta redazione del bilancio per una maggiore o ingiustificata capitalizzazione di costi o per l'omessa o insufficiente iscrizione di passività o per l'iscrizione di imposte anticipate non recuperabili⁷⁵. L'avanzo, quindi, dovrà prima essere imputato a riduzione del valore delle attività, iscritte nel bilancio della società fusa per importi maggiori del loro valore recuperabile, oppure ad incremento delle passività, iscritte nel bilancio dell'incorporata ad un valore minore del loro valore di estinzione⁷⁶. Solo in presenza di un'eccedenza residua dell'avanzo di fusione anche a seguito di tali rettifiche, il valore potrà essere imputato a riserva o al fondo per rischi e oneri futuri da fusione.

⁷¹ Se l'incorporante avesse valutato tale partecipazione secondo il metodo del patrimonio netto tale differenza non si sarebbe rilevata poiché attraverso tale metodo è possibile aumentare di valore le partecipazioni se nel bilancio della partecipata c'è un incremento del patrimonio netto e per un importo di pari valore. Il maggior valore deve però essere accantonato in una riserva.

⁷² Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 152

⁷³ Si tratta di un avviamento negativo che si verifica quando il valore del corrispettivo trasferito è minore rispetto al valore del capitale netto che deriva dalla valutazione a valori correnti delle attività e delle passività della società oggetto di fusione a motivo dell'insufficienza reddituale. Si veda Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 52, par. 4.2

⁷⁴ Cfr. documento OIC 4, par. 4.4.3.2, p. 31

⁷⁵ Cfr. documento OIC 4, par. 4.4.3.2, p. 31

⁷⁶ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 153

Un'autorevole dottrina⁷⁷ evidenzia un'unica differenza sostanziale nell'allocazione dell'avanzo al fondo rischi e oneri secondo quanto previsto dall'OIC 17 in presenza del bilancio consolidato e dall'OIC 4 in presenza di una fusione. L'OIC 4, a differenza dell'OIC 17⁷⁸, sancisce che il Fondo per rischi e oneri da fusione venga utilizzato negli esercizi successivi al verificarsi delle perdite o dei minori utili previsti. Quindi a differenza del consolidamento, l'utilizzo del fondo per rischi e oneri derivante dalla fusione avviene ex post, in ragione dell'effettivo manifestarsi delle perdite o minori utili futuri; nel caso del consolidamento l'utilizzo del fondo avviene in ragione di un piano o di ipotesi effettuate al momento della costituzione e quindi ex ante. Secondo questa dottrina quindi questo differente trattamento contabile per le due tipologie di fondo sarebbe necessario allinearle per due principali motivazioni: per una questione di logica derivante dal fatto che i significati economici attribuibili a questi due fondi sono sostanzialmente coincidenti e perché si ritiene preferibile la soluzione proposta dall'OIC 17 in quanto anche più recente.

1.2.7.2 L'incorporante non detiene alcuna partecipazione nel capitale sociale dell'incorporata

In questa situazione le due società sono indipendenti l'una dall'altra e la fusione rappresenta lo strumento giuridico con il quale l'incorporante acquisisce la società incorporata. Come già precedentemente detto, esso rappresenta il corrispettivo di tale acquisizione "pagato" con l'emissione di nuove azioni o quote a favore dei vecchi soci della società incorporata in cambio delle loro azioni che detenevano in quest'ultima e che a seguito della fusione verranno annullate.

La compenetrazione del patrimonio dell'incorporata in quello dell'incorporante, contabilmente, produce degli effetti nei confronti della controllante:

- l'iscrizione dell'ammontare del patrimonio netto dell'incorporata, equivalente al valore complessivo delle attività e passività al loro valore contabile;
- un aumento del capitale sociale che sia uguale da garantire un equo concambio rispetto al valore delle due società aderenti alla fusione⁷⁹.

Come espresso anche dall'OIC 4 al paragrafo 4.4.3, la differenza tra il valore dell'aumento del capitale sociale della incorporante e la quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata di competenza dei soci terzi determina la differenza da concambio.

Se il valore dell'aumento del capitale sociale è maggiore rispetto alla corrispondente quota dei soci terzi del valore del patrimonio netto dell'incorporata, si ha un *disavanzo da concambio*. Se

⁷⁷ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp.156-157

⁷⁸ Stabilisce che il Fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri lo si debba utilizzare nei periodi successivi in modo da riflettere le ipotesi assunte in sede di stima nel momento dell'acquisto della partecipazione, a prescindere dall'effettiva manifestazione delle perdite attese

⁷⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 157

contrariamente, l'aumento del capitale sociale dell'incorporante è inferiore rispetto alla corrispondente quota di terzi del patrimonio netto contabile dell'incorporata, si è in presenza di un *avanzo da concambio*.

Il disavanzo da concambio si verifica quindi quando i valori effettivi del patrimonio dell'incorporata sono maggiori, rispetto al capitale sociale, a quelli dell'incorporante e quindi si rende necessario attribuire agli azionisti della incorporata un numero di azioni che consenta a loro di mantenere inalterato il valore delle loro partecipazioni⁸⁰.

L'articolo 2504-*bis* del Codice civile, come abbiamo visto, si occupa di disciplinare sia le differenze da annullamento che da concambio, in quanto per il Legislatore non c'è una vera e propria differenza tra le due tipologie e la norma lascia ampia discrezionalità ed elasticità per l'applicazione delle differenze in base alla natura diversa che le determinano, fornendo così una disciplina della materia più completa.

La differenza da concambio deriva quindi dalla mancata coincidenza nei rapporti fra valori economici effettivi e valori contabili dei patrimoni netti delle società interessate e dal rapporto esistente tra il capitale sociale dell'incorporante e patrimonio netto contabile dell'incorporata⁸¹.

Da una prima analisi ne deriva che questa differenza sia priva di un significato economico in quanto assume un valore e un segno del tutto casuale che varia a seconda del valore che hanno le grandezze che lo determinano (valore patrimonio e aumento capitale).

Una parte della dottrina aziendalista ritiene appunto che queste differenze siano una posta di pareggio contabile in quanto oltre a non avere un legame con l'avviamento o rivalutazioni dell'attivo (nel caso di disavanzo) o con le riserve o il fondo per rischi e oneri (nel caso di avanzo), come esiste per le differenze da annullamento, esse variano pure in ragione del valore del capitale sociale, poiché una sua variazione nel valore, a parità di tutti gli altri, può far sì che un disavanzo diventi un avanzo e viceversa.

Fino al 2003, anno in cui è entrata in vigore la riforma del diritto societario, la dottrina riteneva che fosse necessario dare un trattamento differente al disavanzo da concambio e da annullamento. Si riteneva che il disavanzo da concambio potesse essere solamente portato a riduzione delle riserve disponibili e non ad incremento dell'attivo o ad avviamento in caso di residuo come avveniva per il disavanzo da annullamento.

La teoria che oggi prevale nella dottrina aziendalistica e quindi nei vari esperti della materia è differente rispetto a quella appena descritta, sia per l'introduzione della riforma sul diritto societario che per le indicazioni specifiche che specifica il Codice civile all'articolo 2502-*bis*, comma 4.

⁸⁰ Massima n.72 del Consiglio Notarile di Milano del 15 novembre 2015 in tema di “*Imputazione del disavanzo da concambio nella fusione e nella scissione*”

⁸¹ Cfr. Documento OIC 4, par. 4.4.3.1 lettera B), p. 28

Un'ulteriore presa di posizione deriva anche dall'OIC 4, al paragrafo 4.4.3.1. il quale sottolinea che, in applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, il disavanzo da concambio può essere sostituito dai valori correnti delle attività e passività e/o dall'avviamento dell'incorporata.

Secondo il principio, al fine di assicurare l'effettività del nuovo capitale sociale, è necessario che venga redatta la relazione di stima del patrimonio della società incorporata⁸² ai sensi dell'articolo 2343 del Codice civile con riferimento alla data di efficacia reale della fusione.

Anche la Massima del Consiglio Notarile di Milano rigetta un'interpretazione della norma che renda inapplicabile l'imputazione del disavanzo da concambio. Inoltre, la possibilità di usare il disavanzo da concambio ad incremento dell'attivo, e per l'importo che ne residua ad avviamento, non entra in contrasto con il vigente articolo 2504-*bis* del Codice civile in quanto, tale precetto normativo non differenzia le due tipologie di disavanzo ma ne fa semplicemente un generico richiamo. In ragione di ciò quindi, tale disavanzo da concambio può essere imputato agli elementi dell'attivo e del passivo e per la differenza residua ad avviamento, poiché esso può misurare solo in parte l'effettivo maggior valore dell'attivo netto che l'incorporata acquisisce con la fusione.

Secondo un'autorevole dottrina⁸³, sarebbe preferibile neutralizzare gli effetti dei concambi nella fusione proprio al fine di evitare distorsioni o dubbi di questa natura. Una possibile soluzione contabile potrebbe essere quella di iscrivere una riserva da fusione con l'obiettivo di pareggiare la differenza tra il valore del patrimonio netto che acquisisce la incorporante e il valore (che sarà per forza minore) derivante dall'aumento del capitale sociale. Questo potrebbe portare alcuni benefici perché si eviterebbero alcuni dei problemi appena esposti e conseguenti al calcolo delle differenze da concambio, si rilevarebbe il valore dell'avviamento che deriva dall'operazione di fusione e gli effetti contabili provenienti dalla fusione o da un conferimento dell'intera azienda sarebbero uguali.

L'avanzo da concambio si verifica in presenza di un aumento del capitale sociale minore rispetto al valore del patrimonio netto contabile dell'incorporata. Si tratta di una differenza negativa, in quanto significa che l'incorporante ha pagato per l'acquisto della incorporata (avvenuto tramite l'aumento del capitale sociale) un corrispettivo minore del suo valore contabile. In questo caso si può notare come sia presente una certa somiglianza all'avanzo di annullamento. Se i soci della incorporata sono stati "pagati", attraverso l'emissione di capitale sociale, per un importo inferiore rispetto al

⁸² Ciò viene anche confermato anche dalla Massima n.72 del Consiglio Notarile di Milano del 15 novembre 2015 in tema di "*Imputazione del disavanzo da concambio nella fusione e nella scissione*" la quale afferma che: si rende necessario, solo nel caso del disavanzo da concambio, di affidare agli esperti designati ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c. anche il compito di redigere la perizia ai sensi dell'art. 2343 c.c., con l'attestazione che il valore del patrimonio della società incorporata è almeno pari all'aumento di capitale deliberato dall'incorporante al fine di emettere le azioni o quote necessarie per la soddisfazione del rapporto di cambio.

⁸³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 167

corrispondente valore del patrimonio netto contabile, questo fatto è coerente con quanto definito all'articolo 2504-*bis*, comma 4⁸⁴ del Codice civile⁸⁵.

Come per l'avanzo di annullamento, anche in questo caso, per procedere ad imputare tale differenza a riserva o al fondo per rischi e oneri, è opportuno verificare che essa non sia dovuta ad una valutazione poco prudentiale dei valori delle attività o passività. Qualora quindi ne ricorrano i presupposti, l'avanzo lo si deve prima rilevare a riduzione dell'attivo, per le poste iscritte nel bilancio dell'incorporata ad un valore maggiore del loro valore recuperabile, oppure ad incremento del passivo, se le poste sono contabilizzate per un importo minore del loro valore di estinzione. Solo successivamente aver effettuato tali rettifiche, l'importo che ne residua da questo avanzo da concambio potrà quindi essere imputato a riserva (se deriva da un buon affare) o al fondo per rischi e oneri da fusione (se deriva da previsioni di risultati economici sfavorevoli).

1.2.7.3 L'incorporante detiene una partecipazione non totalitaria nel capitale sociale dell'incorporata

Nel caso in cui l'incorporante possieda una quota non totalitaria del capitale della incorporata, a seguito della fusione si rilevano sia differenze da annullamento che da concambio.

Le prime derivano dall'annullamento del valore della partecipazione detenuta dalla incorporante in contropartita alla frazione di patrimonio netto contabile della incorporata di pertinenza della incorporante; le seconde invece sorgono in corrispondenza della differenza tra il valore dell'aumento del capitale sociale da parte dell'incorporante a favore dei vecchi soci dell'incorporata e la relativa frazione di patrimonio netto contabile della incorporata di loro pertinenza.

Tale patrimonio netto contabile deve essere quindi diviso nella parte di competenza della incorporante (uguale alla percentuale della partecipazione) e nella parte che rimane di competenza dei soci terzi. Al fine di calcolare l'ammontare dell'aumento del capitale sociale, serve prima determinare il rapporto di cambio tra il valore del capitale economico dell'incorporante e il valore economico della sola quota di competenza dei soci terzi che inizieranno a far parte della compagine sociale dell'incorporante a seguito della fusione. Nella maggioranza dei casi, l'incorporante detiene il controllo delle azioni in quanto i soci terzi avranno una partecipazione di minoranza e sarà necessario valutare il valore economico proprio su questa quota minoritaria detenuta da terzi. Generalmente il valore economico dell'incorporante non è proporzionato alla percentuale che essa detiene sull'incorporata e che le garantisce il controllo, ma molto spesso avrà un valore superiore definito

⁸⁴ *“Se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri”*

⁸⁵ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sosterò U., *op. cit.*, p. 170

“premio di maggioranza o di controllo”. Tale premio è solo sul valore del capitale economico che appartiene all’incorporante, in quanto, per le quota di minoranza il valore economico è proporzionato alla quota di possesso della partecipazione. Il premio di maggioranza, quindi, migliora il valore della quota di controllo della incorporante rispetto al valore della quota minoritaria di terzi che ne assume un valore inferiore⁸⁶.

Per comodità espositiva riporto un esempio che semplifica quanto appena definito. Si pensi a due società in cui l’incorporante detiene una partecipazione pari al 60%. La incorporata avrà la sua quota di minoranza pari al 40% e un valore economico di 2.000 euro. Il premio di maggioranza è di 300 euro. Il valore economico della incorporata di competenza della incorporante sarà di 1.500 euro $[(2.000 \cdot 60\%) + 300]$, mentre il valore economico detenuto dai soci terzi è pari a 500 euro $[(2.000 \cdot 40\%) - 300]$.

Se in una fusione emergono contemporaneamente sia avanzi che disavanzi da fusione, l’allocazione dovrà seguire le regole spiegate nei paragrafi precedenti. L’OIC 4 specifica, inoltre, che in presenza di avanzo da concambio e da annullamento, con entrambi natura di riserva, questi possono essere cumulati e inseriti in sommatoria in un’unica voce.

In seguito a tale specificazione, verrebbe da dedurre che in presenza di disavanzi e di avanzi in una fusione, questi, avendo segno opposto, potessero essere compensati tra loro. Nella realtà e pratica contabile questa compensazione non è affatto ammessa: avanzi e disavanzi devono essere allocati in maniera del tutto autonoma ed indipendente.

Ci sono però delle specifiche casistiche e condizioni, in presenza delle quali, è possibile compensare il disavanzo da annullamento con l’avanzo da concambio:

- il disavanzo è collegato a perdite pregresse oppure ad un “eccesso di costo” e si opta per compensarlo con una riserva del patrimonio netto;
- l’avanzo da concambio sia imputato a riserva di patrimonio netto, la quale può quindi essere usata per compensare un disavanzo di annullamento che abbia le caratteristiche di cui sopra menzionate⁸⁷.

1.2.8 La fusione inversa

Fino ad ora si è affrontato il caso di fusioni nelle quali è la partecipante ad incorporare la partecipata. Possono esserci dei casi, e non direi affatto sporadici nella realtà, in cui si procede in modo inverso ed è la partecipata ad incorporare la partecipante. Le motivazioni che stanno alla base della fusione

⁸⁶ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 173-175

⁸⁷ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 182

sono le medesime, ma spesso in questa circostanza possono esserci delle ragioni di esigenza e opportunità pratica che spingono le società a fondersi in questo modo, come ad esempio il fatto che la partecipata sia titolare di diritti, prerogative, concessioni, autorizzazioni o rapporti che, se dovessero essere trasferiti alla partecipante, sarebbe più complesso ed oneroso⁸⁸.

La fusione inversa può rappresentare anche un efficace strumento ai fini della concentrazione di una holding che presenti limitati rapporti con soggetti terzi in una partecipata operativa, nell'ipotesi in cui l'incorporazione diretta comportasse adempimenti e difficoltà di ordine attuativo ben superiori a quelli della fusione inversa. Oppure, ad essa possono essere ricollegati risparmi, nel senso di minori costi, se grazie alla fusione inversa si evitano molte formalità legati al trasferimento di elementi patrimoniali dalla incorporata alla incorporante e che si riscontrerebbero in ipotesi di fusione diretta⁸⁹.

La fusione inversa risulta preferibile a quella diretta per la conclusione di un'operazione di Leverage By Out (LBO), cioè di una modalità di acquisizione che prevede il ricorso all'indebitamento finanziario per la buona riuscita dell'operazione. Essa è disciplinata dall'articolo 2501-*bis* del Codice civile. Le somme raccolte a titolo di debito saranno usate per effettuare successivamente l'acquisizione dell'impresa. Si costituisce appositamente una società veicolo che avrà il compito di procedere all'acquisizione delle partecipazioni di controllo in una società operativa preesistente, la quale viene definita società obiettivo o target. La società veicolo, il cui attivo è composto dalle partecipazioni nella target, reperisce le risorse finanziarie necessarie al fine di procedere all'acquisto delle partecipazioni con il ricorso a una leva finanziaria piuttosto elevata rispetto al valore del capitale apportato dal soggetto che ha effettuato tale operazione. Acquisite tali partecipazioni, l'operazione in genere si conclude con la fusione inversa, poiché la società veicolo, che ha le quote di controllo della target ed la titolare del debito verso i soggetti finanziatori, viene incorporata dalla target. Quest'ultima inevitabilmente si vedrà incrementata nel proprio livello di indebitamento e la restituzione di tale debito sarà garantita dai flussi finanziari che la target produrrà⁹⁰.

In questa tipologia di fusione, l'incorporante si trova ad avere nel proprio patrimonio azioni proprie. Anche in questo caso, trattandosi di una fusione tra società con rapporti partecipativi, si possono configurare due diverse alternative:

- l'incorporata possiede una partecipazione totalitaria dell'incorporante
- oppure, l'incorporata possiede una partecipazione non totalitaria nell'incorporante.

L'OIC 4 al paragrafo 4.6 esplicita che la fusione inversa si sviluppa in due step: nel primo l'incorporante effettua un aumento di capitale sociale sulla base del valore di cambio che esiste tra

⁸⁸ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 157

⁸⁹ Perotta R., *Le operazioni di gestione straordinaria. La fusione inversa*, Giuffrè, Milano, 2007, pp. 16-17

⁹⁰ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sosterio U., *op. cit.*, p. 106

l'incorporante e incorporata; nel secondo step invece si procede all'annullamento delle azioni proprie e poi alla riduzione del capitale stesso.

Nel caso di una partecipazione totalitaria, i soci terzi non essendo presenti nella composizione del capitale dell'incorporante, non è necessario un aumento del capitale che consideri i valori economici delle due società. Il capitale sociale della incorporante può essere aumentato nella stessa misura del patrimonio netto contabile della incorporata, senza necessità di determinare il rapporto di cambio e di avere quindi differenza da concambio⁹¹.

Le azioni proprie, che vengono ereditate dalla fusione con la propria incorporante, possono avere due destinazioni: un loro immediato annullamento oppure possono rimanere nel patrimonio dell'incorporante per poter essere annullate successivamente o cedute.

La seconda opzione non può essere applicata se la società incorporante non ha il capitale sociale rappresentato da azioni e neppure se essa non è dotata di un patrimonio netto adeguato e capiente.

Se invece le azioni proprie vengono annullate contestualmente all'attuazione dell'operazione, come avviene nella maggioranza dei casi, in contropartita si elimina la quota di capitale e di riserve cui si riferiscono. Da tale operazione si rileverà una differenza da annullamento che sarà uguale a quella che sarebbe emersa in caso di fusione diretta poiché per le due tipologie di fusione, dal punto di vista economico sostanziale, gli effetti restano gli stessi. Ipotizzando che tale differenza da annullamento sia un disavanzo, questo come appena detto è uguale sia nel caso di fusione diretta che inversa e di conseguenza lo sarà anche la sua imputazione del valore. Il disavanzo potrà quindi essere usato per rivalutare i beni della incorporante-partecipata e per iscrivere un valore di avviamento, se ne ricorrono i presupposti (l'eccedenza residua deve trovare ancora un fondamento economico nel maggior valore del patrimonio dell'incorporante)⁹².

Sono stati quindi ampiamente superati i dubbi che erano sorti nel passato circa la possibilità di imputare il disavanzo da annullamento ad incremento dell'attivo ed iscrivere, in caso di eccedenza residua, un avviamento, in considerazione del fatto che si consideravano dei vincoli legati al criterio del costo storico e al divieto di iscrivere l'avviamento generato internamente. Tali questioni sono state quindi risolte sia dall'articolo 2504-*bis* del Codice civile, specificando che l'eventuale disavanzo da fusione deve essere imputato agli elementi dell'attivo o del passivo "delle società partecipanti" alla fusione e non della sola incorporata e poi anche dall'OIC 4 in virtù del principio di prevalenza della sostanza economica sulla forma. La condivisione di tale posizione da parte dell'OIC 4 permette di attestare che per i soci della partecipante-incorporata l'investimento nella partecipata-incorporante è sempre e comunque valutato al costo. Infatti, se tale costo, rappresentato dal valore della

⁹¹ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 159

⁹² Potito L., *op. cit.*, 2020, pp. 160-161

partecipazione, è maggiore del patrimonio netto contabile della controllata-incorporante, allora è giustificata l'imputazione del disavanzo agli elementi dell'attivo e ad avviamento per la parte che ne residua, qualora ne ricorrano i presupposti ed entro i limiti del loro valore recuperabile⁹³.

Nell'ipotesi in cui, si sia in presenza di una fusione inversa con una partecipazione non totalitaria, l'operazione comporta sempre due step: nel primo si procede all'unione dei patrimoni delle due società con il conseguente aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante in base al rapporto di cambio. Sorgeranno quindi, in ragione dell'aumento del capitale sociale, differenze positive o negative da concambio. Il secondo step prevede l'annullamento parziale, trattandosi di una partecipazione non totalitaria, delle azioni proprie e l'emergere di differenze da annullamento⁹⁴.

La differenza da annullamento che emerge, come nel caso della partecipazione totalitaria, coincide con quella che si avrebbe in caso di fusione diretta, in quanto deriva dalla differenza tra il valore della partecipazione e la relativa frazione di patrimonio netto contabile. La differenza da concambio invece avrà un valore diverso rispetto a quella che si potrebbe avere nella fusione diretta perché il capitale sociale delle società ha valori iniziali diversi nella sua composizione.

L'OIC 4 sottolinea la possibilità, per il solo caso della fusione inversa con partecipazione totalitaria, di escludere il passaggio delle azioni proprie nel patrimonio della incorporante-partecipata e poi quello del loro contestuale annullamento, procedendo alla loro diretta assegnazione ai soci della incorporata-partecipante, in sostituzione delle azioni di quest'ultima in precedenza possedute. In questo modo si evita un doppio passaggio e tale modalità è dunque preferita da molti in quanto risulta più semplice perché risultano delle differenze di fusione definite ibride non essendo riconducibili né a quelle da annullamento né da concambio. Tali differenze "ibride" hanno quindi il semplice scopo di bilanciare la situazione patrimoniale senza avere altri significati economici e nelle quali trova anche compensazione implicita quel maggior valore delle azioni proprie rispetto al valore nominale del patrimonio netto cui esse si riferiscono⁹⁵.

Oltre al pregio di evitare il duplice passaggio, tale fattispecie risulta coerente anche con tesi secondo cui l'assegnazione di partecipazioni della società risultante dalla fusione a favore dei soci dell'incorporata non deve per forza avere ad oggetto strumenti di capitale di nuova emissione, potendo riferirsi anche ad azioni o quote già in circolazione. L'incorporante, nel caso fosse già in possesso di proprie azioni o quote, potrebbe impiegare le stesse al fine di ridurre ulteriormente l'esigenza di emettere nuovi strumenti rappresentativi del capitale⁹⁶.

⁹³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sosterio U., *op. cit.*, pp. 213-214

⁹⁴ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sosterio U., *op. cit.*, p. 214

⁹⁵ Potito L., *op. cit.*, 2020, pp. 164-166

⁹⁶ Perotta R., *op. cit.*, pp. 26-27

Secondo una parte della dottrina⁹⁷, tale soluzione non sembra offrire una sufficiente trasparenza al processo di integrazione dei conti patrimoniali delle due società; infatti, la natura ibrida delle differenze che mergono ne è una dimostrazione. L'autore sottolinea inoltre che, se dalla fusione dovesse emergere un disavanzo diverso da quello da annullamento, esso non può essere imputato a rivalutazione dell'attivo o iscritto ad avviamento, in quanto il suo valore non ha un significato economico e soprattutto non rappresenta l'eccedenza di un valore di costo rispetto al valore netto del patrimonio a cui il costo allude.

1.2.8.1 Il trattamento contabile delle azioni proprie

Le azioni proprie che vengono iscritte nel bilancio post fusione, a seguito delle novità introdotte con il D. Lgs. 139/2015, si inseriscono all'interno del patrimonio netto in una specifica voce con segno negativo definita "Riserva negativa azioni proprie".

Per l'iscrizione e la conservazione delle azioni proprie l'incorporante deve rispettare dei vincoli normativi sanciti dall'articolo 2357 del Codice civile, il quale disciplina per l'appunto i vincoli connessi all'acquisto di azioni proprie.

Tale articolo nei primi 4 commi cita:

“La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

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

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

Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale”.

Tali limiti sono in parte derogati dal successivo articolo 2357-bis del Codice civile, il quale, nel comma 1 punto 3, dispone che *“le limitazioni contenute nell'articolo 2357 non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga: per effetto di successione universale o di fusione o scissione”.*

Senza l'articolo 2357-bis, sarebbe di fatto impossibile procedere a fusione inversa data l'elevata possibilità di incorrere nella violazione dei limiti previsti dall'art. 2357 c.c., in quanto, con la fusione

⁹⁷ Cfr. Potito L, *op. cit.*, 2020, pp.166-167

inversa con partecipazione totalitaria, il primo effetto conseguente alla fusione è proprio quello di ritrovarsi nell'attivo il 100% delle proprie azioni ante fusione⁹⁸.

Nel comma 2 dell'articolo art.2357-bis c.c., si definisce un'altra deroga dell'art. 2357 c.c. relativa al fatto che “*se il valore nominale delle azioni proprie supera il limite della quinta parte del capitale per effetto di acquisti avvenuti a norma dei numeri 2), 3) (fusioni e scissioni) e 4) del primo comma del presente articolo, si applica per l'eccedenza il penultimo comma dell'articolo 2357, ma il termine entro il quale deve avvenire l'alienazione è di tre anni*”. Nei casi di fusione inversa, la società incorporante ha quindi una dilazione di tempo fino a 3 anni, rispetto al termine ordinario di un anno, per annullare o vendere le azioni proprie presenti nel bilancio.

1.3 Le aggregazioni aziendali secondo la disciplina internazionale degli IFRS

Gli International Financial Reporting Standards (IFRS), in particolare l'IFRS 3 *Business combination*, è un principio internazionale che focalizza l'attenzione sugli aspetti sostanziali delle operazioni stesse, richiedendo precise interpretazioni contabili per i specifici riflessi reali delle operazioni. I principi contabili internazionali in tema di aggregazioni aziendali si caratterizzano per un'amplia applicazione del principio di prevalenza della sostanza sulla forma, al contrario dell'OIC 4 che nonostante alcuni interventi normativi, è ancora fortemente ancorato ad una lettura formale delle operazioni⁹⁹.

L'IFRS 3 definisce una *business combination*¹⁰⁰ come “una transazione o altro evento in cui un acquirente ottiene controllo di una o più business¹⁰¹”.

Rientrano in tale definizione tutti i casi in cui è possibile identificare la società che acquisisce e la società che viene acquisita nell'operazione di aggregazione. Restano pertanto escluse le operazioni di trasferimento del controllo di unità aziendali che vedono coinvolte controparti sottoposte a comune controllo, definite *Business combination under common control*, di cui parlerò successivamente.

⁹⁸ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 219-220

⁹⁹ Potito L., *Il bilancio secondo i principi internazionali IAS/IFRS. Regole ed applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2017, p.534

¹⁰⁰ L'IFRS 3 riporta il testo in lingua originale: “A transaction or other event in which an acquirer obtains control of one or more businesses”.

¹⁰¹ L'IFRS 3, nel paragrafo B7, definisce anche il concetto di *business* come “a business consists of inputs and processes applied to those inputs that have the ability to contribute to the creation of outputs”. Gli input sono quelle risorse economiche in grado di dare un contributo positivo ai vari processi, i processi sono tutte le regole, standard, procedure che servono a trasformare gli input in output e l'output è risultato di tutta l'attività produttiva e che permette all'impresa di generare dei flussi di cassa e benefici economici.

Non rappresentano aggregazioni aziendali le costituzioni di joint venture o l'acquisizione di un'attività o di un gruppo di attività che non costituisce un'attività aziendale.

Il principio definisce che un'entità deve contabilizzare ogni aggregazione aziendale applicando il metodo dell'acquisizione (definito *acquisition method*). L'applicazione di tale metodo richiede:

- l'identificazione del soggetto acquirente;
- la determinazione della data di acquisizione;
- la valutazione e rilevazione delle attività identificabili acquisite, le passività assunte e le interessenze della minoranza nell'acquisita;
- la rilevazione e la valutazione dell'avviamento o di un utile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli.

1.3.1 Identificazione del soggetto acquirente

L'IFRS 3 nell'appendice A definisce il soggetto acquirente come l'impresa o le imprese che detengono il controllo del business oggetto di acquisizione. Per controllo s'intende il potere di governare le politiche finanziarie ed operative dell'azienda, così da trarre i benefici economici dalla sua gestione¹⁰². Nell'ipotesi in cui non è possibile identificare il soggetto acquirente in base ai criteri stabiliti dall'IFRS 10¹⁰³, si può far riferimento ai seguenti¹⁰⁴:

- se l'acquisizione è realizzata mediante il versamento di un corrispettivo costituito da mezzi finanziari o altre attività oppure dall'assunzione di debiti, l'acquirente è probabilmente colui che trasferisce mezzi finanziari o beni oppure assume debiti;
- se l'acquisizione è realizzata mediante l'emissione di strumenti finanziari rappresentativi di partecipazioni al capitale di rischio di uno dei soggetti coinvolti, questi è probabilmente l'acquirente;
- se le dimensioni delle attività coinvolte sono molto diverse, l'acquirente è presumibilmente l'entità di maggiore dimensione;
- nelle *business combination* che coinvolgono più di due entità, si presume che l'acquirente sia quella che ha dato avvio alle trattative;
- se la *business combination* ha luogo mediante la creazione di una nuova entità nella quale confluiscono le entità preesistenti all'operazione, in questo caso però si possono avere due

¹⁰² Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 138

¹⁰³ L'IFRS 10 definisce i tre elementi perché si possa parlare di "controllo": l'esistenza del potere sulla controllata; l'esposizione alla variabilità dei risultati raggiunti dalla controllata; la capacità di utilizzare quello stesso potere per influenzare i risultati della controllata.

¹⁰⁴ Potito L., *op. cit.*, 2017, pp. 539-540

ipotesi¹⁰⁵: l'acquirente è la nuova entità se la stessa trasferisce un corrispettivo costituito da mezzi finanziari o attività oppure assume debiti, nella seconda ipotesi l'acquirente sarà identificato in una delle entità preesistenti se la nuova entità emette strumenti finanziari di partecipazioni al proprio capitale.

1.3.2 Identificazione della data di acquisizione

La data della business combination si colloca nel momento in cui l'acquirente entra in possesso del controllo dell'acquisita. Generalmente essa coincide con il trasferimento del corrispettivo dell'acquisizione¹⁰⁶. Il passaggio del controllo può anche non coincidere con quella del trasferimento del corrispettivo in quanto, con una clausola apposita può venir deciso che il passaggio del controllo avvenga in un giorno antecedente o in uno successivo a quello della formalizzazione dell'acquisizione¹⁰⁷.

1.3.3 La valutazione e rilevazione delle attività identificabili acquisite, le passività assunte e le interessenze della minoranza nell'acquisita

L'IFRS 3 rileva tutte le operazioni di *business combination* come acquisizioni. Esse sono considerate delle transazioni con economie esterne che conducono all'acquisizione di un patrimonio aziendale, costituito da elementi positivi e negativi. La *business combination* intesa in tale modo autorizza e rende necessaria anche l'evidenza contabile dell'ingresso nel patrimonio del soggetto acquirente di risorse da utilizzare e/o di obbligazioni da adempiere. Ciò che viene acquisito ha quindi una composizione complessa e dettagliata e serve infatti dare una distinta rappresentazione contabile presso l'acquirente degli elementi patrimoniali che compongono l'azienda acquisita.

Se la *business combination* è avvenuta mediante l'acquisizione di una partecipazione di controllo non totalitaria nell'acquisita, serve dare evidenza contabile anche del fatto che esiste una quota di capitale netto dell'entità risultante dall'operazione che risulta appartenere a soci terzi di minoranza. Anch'essi saranno recepiti dall'acquirente a livello contabile, sia nel patrimonio netto sia nella corrispondente quota di attività e passività acquisite¹⁰⁸.

¹⁰⁵ In queste due ipotesi, l'IFRS 3 definisce meglio le circostanze al fine di darne una comprensione migliore. Se l'entità trasferisce beni o denaro o assume debiti come corrispettivo dell'acquisizione, significa che essa era già costituita prima del trasferimento del corrispettivo. Se come nella seconda ipotesi, la nuova entità nasce per emettere titoli di partecipazione al proprio capitale da assegnare a chi apporta i business da unire, essa sarà allora la continuazione in una nuova forma delle entità preesistenti in cui una sarà definita come soggetto acquirente.

¹⁰⁶ Potito L., *op. cit.*, 2017, p. 540

¹⁰⁷ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 139

¹⁰⁸ Potito L., *op. cit.*, 2017, pp. 541-542

I costi correlati all'acquisizione sono i costi che l'acquirente sostiene per realizzare un'aggregazione aziendale. L'acquirente deve contabilizzare i costi correlati all'acquisizione come spese nei periodi in cui tali costi sono sostenuti e i servizi sono ricevuti¹⁰⁹.

Secondo l'attuale formulazione dell'IFRS 3, i valori delle attività e passività che compongono il business acquisito sono determinati con diretto riferimento al *fair value* al momento dell'acquisizione. Le interessenze della minoranza sono da iscriverne nel patrimonio netto: se sono rappresentative di strumenti finanziari che danno diritto ad una quota di riparto del netto patrimoniale è concessa la valutazione al *fair value* o alla quota della somma algebrica dei *fair values* delle attività e passività acquisite; se sono rappresentati da strumenti finanziari di altra natura devono essere valutate al *fair value*¹¹⁰.

Il *fair value* è il prezzo che si percepirebbe per la vendita di un'attività ovvero che si pagherebbe per il trasferimento di una passività in una regolare operazione tra operatori di mercato alla data di valutazione.

1.3.4 La rilevazione e la valutazione dell'avviamento o di un utile derivante da un acquisto a prezzi favorevoli

In genere, il valore del corrispettivo attribuito al cedente non coincide con la corrispondente quota della somma algebrica dei *fair values* delle attività e passività identificabili dell'azienda acquisita. Ne deriva quindi la necessità di iscriverne una posta di pareggio (positiva o negativa) pari alla differenza tra il valore del corrispettivo pagato e la corrispondente quota della somma dei *fair values* delle attività e passività dell'acquisita che vengono contabilizzate distintamente¹¹¹. L'acquirente, quindi, determina la differenza tra le seguenti due grandezze¹¹²:

- la somma di: corrispettivo riconosciuto al cedente (al *fair value*) + valore delle interessenze della minoranza (al *fair value* o per la quota appartenente alle minoranze dei *fair values* delle attività e passività dell'acquisita) + *fair value* rideterminato di quote non di controllo dell'acquisita già in possesso dell'acquirente;
- valore dell'attivo netto valutato (attività al netto delle passività) delle società che fanno parte del complesso aziendale trasferito. Tale valore è valutato al *fair value* a meno che lo stesso principio non indichi diversamente.

¹⁰⁹ Cfr. Documento IFRS 3

¹¹⁰ Potito L., *op. cit.*, 2017, p. 540

¹¹¹ ⁹⁵ Potito L., *op. cit.*, 2017, p. 544

¹¹² Cfr. Documento IFRS 3, par. 32

Se dal confronto emerge un'eccedenza, l'acquirente rileverà un *goodwill* (avviamento) nello stato patrimoniale, se risulterà una differenza negativa, si evidenzia un *gain on a bargain purchase* (provento derivante da buon affare) da rilevare in conto economico.

L'avviamento deriverà o dall'esistenza di elementi attivi dello stato patrimoniale che non hanno tutti i requisiti ai fini del riconoscimento contabile, o in una capacità da parte dell'acquisita di generare redditi maggiori del previsto o da sinergie che l'acquirente riteneva di riuscire a realizzare dall'integrazione con l'acquisita¹¹³. Tale avviamento deve essere sottoposto a verifica periodica di conservazione del valore ai sensi dello IAS 36.

Nel caso di una differenza negativa si tratta di un provento realizzato da un "buon affare" che deriva dall'aver sostenuto un costo, per l'acquisto di un complesso di beni, inferiore rispetto alla somma dei valori dei beni presi singolarmente. Tale eventualità è da ritenersi anomala in quanto, il valore corrente degli interessi di minoranza è tendenzialmente non inferiore della partecipazione già detenuta dall'acquirente rispetto alle corrispondenti quote del *fair value* del complesso aziendale acquisito. Per tale motivo, infatti, in presenza di tale circostanza, è richiesta la rideterminazione dei valori di tutti gli elementi dal cui confronto essa deriva¹¹⁴.

Il corrispettivo dell'acquisto deve essere, come già detto e previsto dall'IFRS 3, valutato al *fair value*. Se tale corrispettivo è regolato in denaro non è necessario procedere ad alcuna stima perché il *fair value* corrisponde con la somma del denaro trasferito. Se invece il corrispettivo è regolato in azioni la valutazione del relativo *fair value* richiede l'elaborazione di una relazione di stima del valore economico effettivo delle azioni in quanto differisce dal loro valore nominale¹¹⁵.

Come si può comprendere, le *business combinations* hanno una complessità contabile e una modalità di valutazione ben più articolata rispetto alla normativa italiana. Per tale ragione quindi, l'IFRS 3 fissa un arco temporale pari ad un anno, entro il quale è possibile procedere alla modifica delle poste e dei valori contabili inizialmente accolti alla data di perfezionamento dell'operazione. Affinché possa ritenersi necessaria una rettifica, è necessario però che la *business combination* sia nella disponibilità di nuove informazioni su fatti e circostanze già in essere alla data dell'operazione, i quali avrebbero portato ad una contabilizzazione diversa se fossero già stati noti.

I principi contabili internazionali, al contrario della normativa italiana, prevedono che il *goodwill* non debba essere sottoposto all'ammortamento¹¹⁶ ma debba essere assoggettato ad un impairment test annuale per rilevare eventuali perdite di valore ai sensi dello IAS 36.

¹¹⁴ Potito L., *op. cit.*, 2017, p. 547

¹¹⁵ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 222

¹¹⁶ L'avviamento viene quindi assimilato agli *intangibles* a vita indefinita che non sono ammortizzabili ma soggetti alla verifica della conservazione del valore ai sensi dello IAS 38, *Intangibile Assets*.

Lo IAS 36 definisce le modalità con cui verificare che il *goodwill* non abbia subito eventuali riduzioni di valore. L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale deve essere allocato a una o più cash generating unit (o unità generatrici di flussi finanziari dette anche CGU) che si prevede beneficino delle sinergie derivanti dall'aggregazione.

Le unità generatrici dei flussi finanziari possono essere definite come il gruppo più piccolo di attività alla cui gestione è riconducibile la produzione dei flussi di cassa significativamente indipendenti dai flussi finanziari generati da altre attività o CGU. Sono assimilabili a dei segmenti d'impresa che hanno una relativa autonomia gestionale e finanziaria¹¹⁷.

Secondo lo IAS 36, par. 80, le unità generatrici di flussi di cassa devono rispettare dei criteri, i quali prevedono che:

- le CGU devono rappresentare il livello minimo all'interno dell'entità nel quale l'avviamento è monitorato per finalità gestionali interne;
- non devono essere di dimensioni maggiori a quelle di un settore operativo, già oggetto di rendicontazione in bilancio, determinato in conformità all'IFRS 8, *Settori operativi*¹¹⁸.

Le CGU a cui allocare l'avviamento hanno una range dimensionale che oscilla da un'estensione minima (corrispondente alla business unit) a una massima (corrispondente al settore operativo). L'identificazione delle CGU deve essere condotta sulle attività dell'acquirente in considerazione delle sinergie che ci si attende verranno a crearsi nella gestione congiunta delle attività dell'acquisita insieme a quelle dell'acquirente¹¹⁹.

L'allocazione dell'avviamento a una o più CGU risponde esattamente alla necessità di riuscire a verificare la tenuta di valore nel tempo in modo puntuale. L'oggetto di periodica verifica di conservazione del valore è la CGU. Lo IAS 36 richiede che tale verifica sia effettuata ogni volta che vi siano indicazioni che l'unità possa avere subito una riduzione di valore dovuto magari ad aspettative di perdite future o modifiche strutturali delle condizioni del mercato e deve essere effettuata sempre nello stesso periodo dell'anno.

La verifica della riduzione del valore avviene identificando il valor recuperabile della CGU e confrontandolo con il valore contabile delle attività che compongono la CGU. Se il valore recuperabile è inferiore di quello contabile, allora serve procedere con la rilevazione di una svalutazione, che coinvolga anche il valore dell'avviamento, se allocato alla CGU¹²⁰.

¹¹⁷ Santesso E., Sostero U., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, II ed., Egea, Milano, 2018, p.297

¹¹⁸ Il settore operativo costituisce il segmento di attività dimensionale più ampio monitorato dall'impresa per finalità gestionali. L'IFRS 8 richiede che l'impresa fornisca una valutazione dell'utile o della perdita derivante dall'attività svolta in ciascun settore in cui risulta impegnata. Tale principio include le disposizioni sulle informazioni aggiuntive da fornire su tali settori in relazione a prodotti e servizi, aree geografiche e principali clienti dell'impresa.

¹¹⁹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 71-72

¹²⁰ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 73

Lo IAS 36 definisce il valore recuperabile come il maggiore tra:

- il fair value della CGU, dedotti i costi di vendita;
- il valore d'uso della CGU.

Con riferimento al fair value della CGU, lo IAS 36, lo descrive come il prezzo pattuito in un accordo vincolante di vendita stabilito in una libera transazione, rettificato dei costi incrementali che sarebbero direttamente attribuibili alla dismissione del bene. Se un'attività è commercializzata in un mercato e non c'è alcun accordo vincolante, il *fair value* corrisponde al prezzo di mercato. Il valore del fair value è possibile assimilarlo anche considerando il risultato di recenti transazioni per attività simili effettuate all'interno dello stesso settore industriale.

Per determinare il valore d'uso della CGU è necessario:

- stimare i flussi finanziari in entrata e in uscita ottenibili dalla sua gestione e dal valore di realizzo finale, in ipotesi di assenza di future modificazioni che possano variare la struttura della CGU;
- attualizzare tali flussi ad un appropriato tasso di interesse che consideri il rischio che li caratterizza e del valore finanziario del tempo.

Il valore d'uso identifica quindi una stima del valore economico del capitale derivante dalle prospettive finanziarie attese dalla gestione della stessa CGU¹²¹.

Il maggiore tra il fair value, al netto dei costi di vendita, e il valore d'uso calcolato, determina il valore recuperabile da confrontare con il valore contabile.

Nel caso in cui si abbia un valore recuperabile inferiore a quello contabile, è necessario effettuare una svalutazione della CGU. Essendo quest'ultima composta da una serie di attività e dall'avviamento, gli IFRS impongono un ordine secondo il quale tale perdita per riduzione di valore deve essere imputata:

- per prima a riduzione del valore contabile della CGU, in proporzione del relativo valore contabile;
- poi alle altre attività della CGU, sempre in proporzione del relativo valore contabile.

Queste riduzioni di valore devono essere rilevate subito in conto economico come componente negativo di reddito, a meno che una parte della svalutazione non faccia riferimento a precedenti rivalutazioni poiché in questo caso la svalutazione deve essere iscritta tra le altre componenti di conto economico. Nel ridurre il valore dei singoli beni, serve non abbassarsi di più del valore più alto tra il fair value al netto dei costi di vendita, il valore d'uso o zero¹²².

¹²¹ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 74

¹²² Potito L., *op. cit.*, 2017, p. 552

Dopo aver svalutato la CGU, l'impresa deve monitorare in ogni esercizio successivo se ricorrono ancora i presupposti per mantenere la svalutazione iscritta o se sono sorti delle ragioni che consentono di ritenere che tale riduzione di valore non esista più o si sia ridotta. In presenza di un cambiamento nel valore delle stime utilizzate per calcolare il valore recuperabile e questo ora supera il valore contabile della CGU, si deve procedere con il ripristino di valore fino al massimo dell'ammontare del valore recuperabile. Tale ripristino è allocato alle singole attività della CGU in proporzione dei rispettivi valori contabili, ad eccezione dell'avviamento¹²³.

Tale eccezione è disciplinata dallo IAS 36, il quale vieta che una perdita per riduzione di valore rilevata in precedenza per l'avviamento possa essere eliminata in un esercizio successivo. Se ciò fosse possibile, il ripristino del valore dell'avviamento in esercizi successivi non permetterebbe la distinzione tra l'avviamento acquisito da quello prodotto internamente. Lo IAS 38 sancisce il divieto di rilevare l'avviamento internamente generato e questo ad ulteriore conferma del fatto che non è quindi possibile procedere a ripristini di tali valori.

1.4 La fusione tra società sotto controllo comune

Per tali tipologie di fusione, definite nella terminologia originale *Business Combination Under Common Control (BCUCC)*, non esiste ancora un principio internazionale contabile a loro dedicato. Tra le BCUCC rientrano le fusioni nelle quali l'incorporante detiene già una partecipazione totalitaria o di controllo nell'incorporata oppure l'acquisizione di una partecipazione di controllo in una società già controllata da un'altra società del gruppo.

L'operazione rappresenta una mera riorganizzazione interna al gruppo, che non coinvolge in alcun modo le economie terze e per la quale non è necessario determinare un rapporto di cambio. I soci dell'incorporante quindi non rilevano mutamenti nel valore di carico della loro partecipazione per effetto della fusione, così allo stesso modo il socio di controllo della stessa incorporante non rileva cambiamenti a livello di bilancio consolidato¹²⁴.

Le aggregazioni aziendali sotto controllo comune mancano di sostanza economica perché il trasferimento di un'attività aziendale in tale aggregazione non modifica il controllo finale dell'attività. Invece, la parte controllante controlla tutte le società che si uniscono sia prima che dopo l'aggregazione e si limita a spostare le proprie risorse economiche da una "sede" all'altra all'interno

¹²³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 76-77

¹²⁴ Perrotta R., Bertoli L., *Le operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2015, pp. 598 e 602

del gruppo. Al contrario, in un'aggregazione aziendale disciplinata dall'IFRS 3, se un'altra parte controlla la società acquirente, il controllo ultimo della società ceduta passa a tale parte¹²⁵.

Le società che realizzano tali tipologie di fusione, in ragione di alcuni documenti internazionali¹²⁶ esistenti, possono adottare uno dei seguenti metodi per la loro valutazione:

- l'*acquisition method*;
- il *predecessor method*.

Il primo è lo stesso previsto dall'IFRS 3 per le aggregazioni aziendali e prevede di iscrivere in un bilancio le attività e passività acquisite al relativo fair value e di far emergere un valore di avviamento pari alla differenza tra il fair value del corrispettivo trasferito per l'acquisizione e lo stesso *fair value* delle attività nette trasferite. In tal modo non ci sarebbero differenze tra le modalità di contabilizzazione delle BCUCC e delle aggregazioni aziendali dell'IFRS 3¹²⁷.

Il secondo metodo è ampiamente diffuso nella prassi delle BCUCC. Con tale metodo l'entità incorporante rifletterà le attività e le passività acquisite ai valori contabili precedenti. Esistono delle varianti, dal punto di vista pratico che caratterizzano tale metodo¹²⁸:

- si rilevano, come appena detto, le attività e passività dell'acquisita in continuità con i relativi valori contabili precedenti;
- non si rileva mai l'avviamento;
- eventuali differenze tra il valore del corrispettivo trasferito e il valore delle attività nette acquisite si compensano all'interno delle poste di patrimonio netto dell'acquirente attraverso l'iscrizione di rettifiche positive o negative che impattano direttamente nelle riserve o altre poste di capitale.

I due metodi si differenziano anche per l'approccio teorico di riferimento.

L'attuale *acquisition method* s'ispira alla teoria dell'entità la quale si fonda sull'idea che l'impresa costituisce un organismo con autonomia e individualità proprie e dotato di indipendente capacità operativa¹²⁹. Il precedente metodo utilizzato, invece, perseguiva la teoria modificata della capogruppo.

¹²⁵ IFRS Standards, *Business Combinations Under Common Control*, Discussion Paper, November 2020

¹²⁶ IFRS foundation, *Business Combinations Under Common Control*, Accounting Standards Advisory Forum, April 2019

¹²⁷ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 221

¹³⁰ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 221

¹²⁹ Santesso E., Sostero U., *op. cit.*, p.22

CAPITOLO 2: LA VALUTAZIONE D'AZIENDA

2.1 Concetti generali sulla valutazione d'azienda

L'espressione "valutare un'azienda" può assumere diversi significati. La valutazione può riguardare la funzione sociale dell'azienda (in termini di volumi di produzione, di esportazioni, di occupazione), la sua posizione nei mercati, le sue capacità in termini di efficienza e di concorrenza. Spesso s'intende però la valutazione del suo capitale, ecco perché si parla anche di stima del capitale economico¹³⁰.

Il valore di un'azienda è dunque un valore economico: in senso soggettivo esprime l'importanza che il soggetto, con lo sfruttamento di una cellula dell'attività sociale, attribuisce all'apporto che essa le fornisce per il suo benessere; in senso oggettivo invece, esso esprime l'attitudine di un simile strumento a raggiungere lo stesso scopo. Questo concetto generico significa che, "in materia di valutazione d'azienda, l'oggetto del valore consiste in un'unità economica autonoma, il quale, essendo un organismo chiuso, è destinato, a fornire delle prestazioni in prodotti o in servizi specifici con il fine di approvvigionare la collettività. Da un punto di vista soggettivo quel valore ha lo scopo di procurare agli aventi diritto alcuni vantaggi materiali, e nel caso di imprese private, a realizzare degli utili che costituiscono i redditi delle parti interessate"¹³¹.

Le finalità per le quali viene richiesta la stima del capitale sono riconducibili alle seguenti operazioni¹³²:

- Modifiche dell'assetto proprietario;
- Analisi del valore;
- Stesura del bilancio.

La prima finalità fa riferimento a tutte quelle situazioni in cui viene a modificarsi la compagine aziendale e il valutatore ha un ruolo di garanzia tra gli interessi contrastanti delle parti. Si tratta di operazioni in cui l'assetto proprietario muta e per tale motivo infatti vengono definite "straordinarie": si pensi al caso di un aumento di capitale interamente riservato a nuovi soci in cui si deve determinare il valore del sovrapprezzo sul nominale o ad una fusione per incorporazione in cui l'incorporante deve garantire un equo concambio ai soci dell'incorporata. Nella relazione finale di stima del capitale economico, il valutatore deve essere molto preciso e descrivere tutti i suoi ragionamenti in quanto i diretti interessati a tale valore saranno particolarmente attenti ad ogni singolo elemento.

¹³⁰ Guatri L., *La valutazione delle aziende*, II ed., Giuffrè Editore, Milano, 1984, p. 1

¹³¹ Viel J., Bredt O., Renard M., *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas Libri, Milano, 1973, p. 10

¹³² Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill Education, Milano, 2020, p.6

La seconda finalità, al fine di aumentare le sinergie esistenti o di crearne di nuove, si focalizza sullo scomporre il valore dell'azienda in funzione di unità esterne (clienti, fornitori) o interne (società partecipate o aree strategiche d'affari). È importante quindi anche in questo caso capire come si modifica il valore in funzione delle varie operazioni strategiche che si vorranno realizzare. Non è infatti sufficiente la sola stima del valore complessivo.

Nella terza finalità, la stima del valore economico del capitale è di supporto alla stesura di bilancio al fine del confronto con il capitale del bilancio. Si deve dunque verificare che quest'ultimo non superi il primo.

La valutazione del capitale economico deve però riguardare l'azienda in sé, senza considerare le caratteristiche delle parti interessate e il loro potere contrattuale. In linea generale, la valutazione delle aziende esclude gli aspetti soggettivi, tende dunque ad esprimere il “valore generale”¹³³.

Tale valore generale è dunque quello che, in circostanze normali, astrazione fatta dalle parti in causa, dai loro particolari interessi e dallo stato di cose esistente, può essere considerato come adeguato¹³⁴.

Tale concetto, dunque, si contrappone a quello di valore soggettivo che può assumere due connotazioni differenti a seconda se lo si interpreti dal punto di vista specifico di una parte interessata alla contrattazione o come una stima che considera la forza contrattuale delle parti interessate, cercando quindi di avvicinarsi il più possibile al prezzo che verrà stabilito a seguito della contrattazione¹³⁵.

Le operazioni di acquisizione, che spesso nel linguaggio operativo vengono accumulate nel termine M&A, fanno riferimento alle operazioni di crescita per linee esterne che rientrano nell'ambito della finanza straordinaria, ovvero quelle iniziative aziendali caratterizzate da elementi di unicità e straordinarietà che hanno come obiettivo principale la creazione di valore. L'unicità si riferisce alla non replicabilità dell'operazione mentre la straordinarietà è legata alla frequenza con cui esse si verificano¹³⁶. Il loro processo, che porta alla conclusione delle trattative, richiede dei tempi molto lunghi e le conseguenze che tali operazioni producono sono numerose: comportano effetti sulla struttura della società stessa, sul mercato in cui l'azienda opera e sul tessuto economico di riferimento. Per questo motivo è molto importante effettuare una stima del valore dell'azienda al fine di poter ponderare le varie scelte e prendere le decisioni più opportune e ragionate.

Le operazioni straordinarie spesso però comportano valutazioni dei complessi aziendali anche a livello preliminare, al fine di attestare interesse e/o convenienza a proseguire nel percorso economico-giuridico e a formalizzare l'iter. Si tratta dunque di stime specifiche dell'operazioni volte a

¹³³ Guatri L., *op.cit.*, 1984, pp. 5-6

¹³⁴ Viel J., Bredt O., Renard M., *op. cit.*, p. 18

¹³⁵ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 5

¹³⁶ Salvi A., Salsa R., *Valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2022, p. 173

comprendere quali siano gli elementi conoscitivi utili per giungere alla conclusione se intraprendere o abbandonare l'iniziativa. Si verifica inizialmente la fattibilità e l'utilità del progetto, mentre il secondo intervento valutativo è diretto al perfezionamento dell'operazione.

Il valore economico può assumere configurazioni diverse a seconda del soggetto professionale che interviene nella valutazione del complesso aziendale¹³⁷:

- L'esperto quantifica il valore "comune" se è chiamato ad esprimere il valore globale di un'azienda in esercizio prescindendo dalle motivazioni e dalle opinioni valutative delle parti contraenti;
- L'esperto quantifica il valore "soggettivizzato" se gli viene richiesto di esprimere il valore particolare di un'azienda in esercizio considerando anche le convenienze specifiche di una parte contraente;
- L'esperto quantifica il valore "generale" se è chiamato a stabilire il valore ufficiale di un'azienda in esercizio vincolante per le parti contraenti.

La valutazione d'azienda si riferisce a quell'insieme di beni e di diritti appartenenti ad una persona o ad un'entità economica, indicato anche come patrimonio. Pertanto, dal punto di vista della dinamica economica, il valore di un'azienda si confonde con quello degli elementi patrimoniali che essa sfrutta impiegandoli per uno scopo economico preciso. Il patrimonio o l'attivo consistono quindi nella totalità del potenziale (la massa dei beni), inerente alla sostanza materiale di un organismo economico, che il soggetto stesso utilizza e impiega al fine di perseguire i propri fini. Per determinare tale valore si deve dunque stabilire quello della massa dei beni che lo compongono e calcolare il valore corrente di tale complesso di beni. Per quest'ultimo si tratta di valutare il valore dei beni composti da elementi che presentano tutte le condizioni necessarie per la loro messa in funzione e che appartengono ad un organismo sociale autonomo; una condizione necessaria perché la massa dei beni raggiunga la sua pienezza economica è che la sua messa in funzione e il suo sfruttamento producano reddito. Questa capacità di generare reddito costituisce una condizione indispensabile per la formazione di ogni valore patrimoniale, cioè degli elementi dell'attivo¹³⁸.

Il valore globale di una società è composto da quello di tutti i suoi beni, materiali e immateriali.

Uno dei principali problemi che si riscontrano nel momento in cui si deve effettuare la valutazione di un'azienda consiste nel saper distinguere i fatti a cui di solito si fa riferimento quando ci si forma un'opinione sul suo valore e nell'esprimere numericamente quei fattori, intesi i beni che costituiscono l'impresa e gli utili che si possono realizzare, ponderandoli in base all'effettiva importanza che questi rivestono nel complesso del valore dell'impresa¹³⁹.

¹³⁷ Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, Aedi Edizioni, Milano, 2019, p. 64

¹³⁸ Viel J., Bredt O., Renard M., *op. cit.*, pp. 10-11

¹³⁹ Viel J., Bredt O., Renard M., *op. cit.*, p. 13

2.1.1 Gli elementi della soggettività e dell'incertezza nel processo di valutazione

Il valutatore potrebbe subire dei condizionamenti che limitano la sua indipendenza¹⁴⁰:

- Di carattere istituzionale, legati quindi al rapporto esistente con il committente che esercita la sua influenza o un comportamento “carismatico”;
- Connessi al sistema di incentivi, inteso sia il compenso che il valutatore riceve che i benefici che potrebbero derivarne da collaborazioni future;
- Per carenze informative, dovuto al fatto che l'azienda non disponga di un sistema di contabilità direzionale adeguato in grado di fornire i dati necessari all'analisi in modo preciso e tempestivo;
- Legati alla propria cultura professionale.

Tutte queste pressioni potrebbero pregiudicare l'indipendenza richiesta al valutatore e questo va sicuramente ad incidere sul processo valutativo, aumentando il rischio di errori. L'esperto quindi, nella relazione sulla valutazione, deve mantenere un atteggiamento neutrale ed oggettivo al fine di poter stimare nel modo più obiettivo possibile il valore del capitale.

Nonostante ciò, trattandosi pur sempre di una stima, l'elemento soggettivo è presente: è logico che due valutatori differenti possono dare due valori simili, ma non uguali, al capitale di una stessa società. La diversità nello stimare il valore risiede proprio nella soggettività (intrinseca) che l'esperto inserisce nei suoi ragionamenti, un approccio più prudentiale o una previsione futura sullo sviluppo della società più ottimistica rispetto ad una più pessimistica possono far emergere valutazioni diverse. Spesso, nei processi di valutazioni, le opinioni sull'azienda che ci vengono fornite prima di fare la stima influenzano le conclusioni. I pregiudizi (definiti anche *bias*) di chi effettua l'analisi sono dunque delle fonti di distorsione¹⁴¹ per la valutazione finale. Questi pregiudizi hanno inizio con la scelta dell'azienda che si decide di valutare. Tale scelta non è mai causale, si può aver letto qualche notizia o sentito da un esperto che è stata sopravvalutata o sottovalutata. Si parte già quindi con un'idea in mente di come sia la società e questo può essere la base per degli errori.

Ulteriori *bias* derivano poi nella fase di raccolta delle informazioni necessarie: i documenti e i bilanci che si analizzano, oltre che contenere dati utili come base nel calcolo della stima del valore, riportano anche relazioni del management inerenti alla performance dell'impresa che migliorano sicuramente il modo di leggere e interpretare i numeri. Si possono leggere anche valutazioni di altri analisti o trovare stime di valore dell'impresa del mercato stesso; quindi, il prezzo che essa vale per quest'ultimo. Appare dunque evidente che in presenza di tutti questi pregiudizi, se si effettua una

¹⁴⁰ Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *op. cit.*, p.8

¹⁴¹ Damodaran A., *Valutazione delle aziende*, APOGEO Education, Maggioli Editore, Rimini, 2010, pp. 2-3

valutazione che si discosta troppo dal valore di mercato, questo rende l'analista più insicuro perché crede di aver commesso errori nella valutazione.

Secondo l'Autore¹⁴² esistono tre modalità con cui le percezioni degli analisti e quindi anche i loro pregiudizi, che sono intrinseci nell'agire umano, possono manifestarsi e ripercuotersi nel valore:

- Dagli input che si decidono di utilizzare;
- Dalle manipolazioni ex post;
- Lasciando il valore inalterato, ma attribuendo la differenza tra il valore calcolato e quello effettivo reale a dei fattori qualitativi, come sinergie o considerazioni di rilevanza strategica.

La prima manifestazione è rappresentata dagli input perché, quando si decide di valutare un'impresa, ci si trova in un momento in cui è necessario formulare delle ipotesi, che possono essere ottimistiche o pessimistiche a seconda del mercato o del contesto in cui opera e della sua situazione attuale. Questi ultimi due elementi identificano dunque la base dei pregiudizi dell'analista perché il valore finale che si stimerà sarà influenzato dalla visione ottimistica o pessimistica mantenuta in tutto il processo di valutazione.

La seconda manifestazione dei pregiudizi deriva dalle manipolazioni ex post, nelle quali l'esperto analizza nuovamente le ipotesi che aveva formulato e se il suo valore diverge molto da quella iniziale, effettuerà delle correzioni in modo da avvicinarsi il più possibile alle aspettative di partenza.

L'ultima modalità di lasciare il valore inalterato e attribuire eventuali differenze di valori a fattori qualitativi si utilizza spesso nelle acquisizioni, dove l'analista deve valutare ciò che nella realtà è di difficile valutazione. Un esempio possono essere i premi o gli sconti che giustificano rispettivamente elevati prezzi di acquisizione o fanno emergere un valore più basso.

Tali pregiudizi, che, come ho già detto, sono intrinseci nell'agire umano, possono essere mitigati attraverso cinque modi¹⁴³:

1. Riduzione delle pressioni istituzionali: possono anche queste considerarsi delle fonti di distorsione perché gli analisti preferiscono trovare imprese che siano sottovalutate piuttosto che sopravvalutate. Le pressioni esercitate dai datori di lavoro o dalle banche, che hanno l'interesse di avere una valutazione profittevole dell'impresa, influenzano il calcolo delle stime da parte degli analisti.
2. Scollegare la valutazione dai meccanismi di remunerazione ed incentivi. È importante mantenere separata la fase di analisi da quella di esecuzione della trattativa perché, se ogni processo di valutazione in cui gli incentivi o la remunerazione sono legati al risultato del calcolo del valore stesso, quest'ultimo risulterà falsato.

¹⁴² Damodaran A., *op. cit.*, pp. 3-4

¹⁴³ Damodaran A., *op. cit.*, pp. 4-5

3. No alle posizioni *ex ante*. Gli analisti dovrebbero evitare di rilasciare dichiarazioni sulla loro opinione in merito al valore dell'impresa prima che tutto il processo di valutazione sia concluso al fine di evitare che questo subisca delle distorsioni.
4. Auto-consapevolezza, nel senso che l'esperto è consapevole che pregiudizi ed influenze esistono e possono distorcere l'iter di valutazione; resta tra le sue capacità la scelta di tenerne o meno in considerazione nel suo modello di stima per cercare di avere una visione più neutrale ed oggettiva possibile dell'impresa da valutare.
5. Onestà intellettuale: nella statistica Bayesiana¹⁴⁴, agli analisti è richiesto di esprimere chiaramente i loro pregiudizi prima di presentare i risultati della loro valutazione. Ciò serve perché così coloro che ascoltano possono tenere in considerazione fin da subito dei loro *bias* e controllare meglio la conclusione della valutazione.

Come ho già più volte specificato, l'incertezza è parte integrante del processo di valutazione di un'impresa. Gli input che si utilizzano nel calcolo e la stima delle previsioni future sull'andamento della società sono informazioni su cui si basa la valutazione.

Secondo Damodaran, le stime del valore possono risultare poi errate per svariati motivi che si possono ricondurre a tre categorie¹⁴⁵:

- Incertezza della stima, riferita alle informazioni grezze che si devono essere convertite in input del modello valutativo o ai metodi di stima scelti. Questo implica che ogni errore o imprecisione apporti delle inefficienze e distorsioni nel risultato della stima.
- Incertezza *firm-specific*, derivante dalle differenze che si riscontrano tra le previsioni formulate in merito alla dinamica aziendale e quanto di fatto si viene concretamente a verificare¹⁴⁶.
- Incertezza macroeconomica, riconducibile agli scostamenti delle previsioni che l'esperto fa sull'andamento futuro del contesto macroeconomico e quanto poi viene si viene a realizzare concretamente nella realtà.

Il processo valutativo è continuamente esposto ad errori a causa dell'incertezza, a prescindere dalle scelte degli input effettuate, dal metodo o approccio adottato o dalle assunzioni di partenza. Questi errori, qualora dovessero confermarsi, si tradurrebbero in una stima del valore imprecisa. È rilevante precisare che, anche in presenza di una valutazione puntuale e sicura di una società, tale valore può

¹⁴⁴ La statistica bayesiana è un sottocampo della statistica in cui l'evidenza su uno stato vero del mondo è espressa in termini di gradi di credibilità o più specificamente di probabilità bayesiana. Tale interpretazione è solamente una delle tante interpretazioni di probabilità e ci sono molte altre tecniche statistiche che non sono basate sul grado di credibilità. Prende il nome dal matematico britannico Thomas Bayes, che ha formulato il teorema omonimo.

¹⁴⁵ Damodaran A., *op. cit.*, p. 5

¹⁴⁶ Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *op. cit.*, p.25

comunque subire delle modifiche in qualunque momento non appena risultano disponibili nuove informazioni relative all'impresa stessa, al mercato o al contesto generale.

Il vantaggio di ripartire l'incertezza di una stima in tre categorie (della stima, *firm-specific* e macroeconomica) è da ricondursi al fatto che è poi possibile “fornire un quadro più preciso di ciò che, nel processo di valutazione, si può tenere sotto controllo e di ciò su cui invece è preferibile non soffermarsi. Sicuramente però, migliori modelli di valutazione migliore qualità delle informazioni consentono di ridurre l'incertezza della stima, ma poco possono fare per ridurre quella legata a fattori macroeconomici o *firm-specific*. Ne deriva che gli analisti dovrebbero concentrarsi sulla costruzione dei migliori modelli possibili basandosi su tutte le informazioni a cui possono accedere, ed effettuando stime affidabili sull'andamento delle componenti *firm-specific*, cercando di essere il più neutrali possibili sui fattori macroeconomici”¹⁴⁷.

Delle risposte possibili all'incertezza sono: seguire l'approccio di usufruire di modelli migliori che utilizzano informazioni adeguate e corrette, esprimere la stima del valore all'interno di un intervallo di valutazione in modo da poter configurare all'interno di questo uno scenario ottimistico e uno pessimistico; utilizzare un approccio probabilistico. Nella realtà però alcuni esperti cercano di rispondere all'incertezza scaricando le responsabilità o adottando modelli di valutazioni molto semplici che non considerano le previsioni sull'andamento futuro dell'impresa e del contesto macroeconomico.

Ai fini della valutazione d'azienda e del suo capitale economico, negli anni, nella dottrina e nella prassi si sono sviluppati vari metodi di valutazione che si possono distinguere in metodi diretti (o relativi) e indiretti (o assoluti). I primi si basano su un approccio orientato al mercato, che considera l'azienda in funzione dei prezzi che si formano sullo stesso. A questa categoria appartengono sia le valutazioni dirette in senso stretto previste per le società quotate che quelle basate su multipli di mercato. I metodi indiretti invece, si basano su una valutazione d'azienda ispirata a logiche differenti e ne fanno parte i metodi basati su grandezze stock (metodi patrimoniali semplici e complessi), sull'attualizzazione dei risultati attesi (metodi reddituali e finanziari) e i metodi misti (metodi patrimoniali-reddituali)¹⁴⁸.

Un'analista imparziale ed obiettivo, nella scelta di quale metodo di valutazione adottare, deve cercare di considerare i requisiti dell'affidabilità e della razionalità. Il primo si riferisce alla “neutralità della stima rispetto a situazioni contingenti e straordinarie nonché come la possibilità di considerare il giudizio finale di valore poco imprevedibile, in quanto basato su l'utilizzo di input attendibili”¹⁴⁹.

¹⁴⁷ Damodaran A., *op. cit.*, p. 7

¹⁴⁸ Marasca S., *I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2014, (Collana SIDREA), p. 3

¹⁴⁹ Marasca S., *op. cit.*, p. 4

La razionalità invece, è relativa alla “validità delle ipotesi teoriche che sono alla base della costruzione dei modelli valutativi”¹⁵⁰.

Trovare un metodo valutativo nel quale coesistono entrambi questi due requisiti è molto difficile soprattutto perché esiste una relazione inversa tra l’affidabilità di un metodo e la sua razionalità nelle ipotesi di base. Non è dunque possibile trovare un modello in grado di far coincidere in modo efficace queste due caratteristiche.

La dottrina, oltre a questi appena nominati, definisce altri tre principi fondamentali della valutazione d’impresa: la dimostrabilità, nel senso che deve essere possibile attribuire credibilità ai fattori che entrano nella formula delle grandezze mediante il supporto dati controllabili perché più le quantità usate presentano un elevato grado di obiettività, tanto più il valore ottenuto si qualifica come dimostrabile; la neutralità, intesa come l’esclusione di scelte solo soggettive e arbitrarie che possono influenzare il valore della stima; la stabilità poiché si devono evitare le continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o variazioni di prospettive dipendenti da opinioni personali o da modifiche non oggettive degli scenari¹⁵¹.

L’incertezza collegata ai metodi di valutazione può venire esaminata secondo due aspetti, uno rispetto alle caratteristiche insite a ciascun metodo e l’altro rispetto al momento dell’utilizzo dei metodi¹⁵².

Come ho già più volte espresso, ogni metodo contiene delle incertezze. In particolare, i metodi diretti si basano sia su variabili oggettive come, ad esempio, le grandezze di bilancio e le performance aziendali, sia su elementi più imprevedibili e quindi meno controllabili perché legati all’andamento instabile del mercato, come l’efficienza dei mercati o serie storiche dei multipli. Per tali motivi, i metodi diretti vengono utilizzati soprattutto con una funzione di controllo rispetto a quelli indiretti. Quest’ultimi si basano su elementi razionali perché meno sottoposti a situazioni di instabilità e incertezza, ma richiedono un maggiore impiego di tempo per la loro applicazione, per il reperimento di dati e per l’effettuazione delle stime¹⁵³.

È importante scegliere anche il metodo in base allo specifico obiettivo della valutazione perché, nell’ipotesi in cui il valutatore scelga una metodologia poco adeguata alla determinazione della stima, si rischia di aumentare il livello di incertezza. Un’ulteriore variabile da considerare per scegliere quale metodo valutativo adottare è dunque anche la finalità della valutazione.

Deve esserci coerenza anche tra il metodo di valutazione scelto e le caratteristiche dell’oggetto che deve essere valutato, oltre che con i dati che l’analista ha a disposizione.

¹⁵⁰ Marasca S., *op. cit.*, p. 4

¹⁵¹ Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *Mergers & Acquisitions*, II ed., Egea, Milano, 2021, p. 72

¹⁵² Cfr. Guatri L., *La qualità delle valutazioni: una metodologia per riconoscere e misurare l’errore*, Università Bocconi Editore, Milano, 2007

¹⁵³ Marasca S., *op. cit.*, p. 6

Anche i metodi indiretti non sono privi di incertezza: la scelta della tipologia di multipli da utilizzare nel processo di valutazione echeggia già di questa irrisolutezza. In particolare, la vera fonte di incertezza risiede nella scelta della misura di performance da inserire al denominatore che deve rappresentare il più possibile il valore dell'azienda e allo stesso tempo essere coerente con il valore scelto al numeratore.

I multipli relativi alle società comparabili devono essere scelti anche considerando le caratteristiche delle società che si devono inserire nel campione di dati. In questi casi, è dunque necessario fare richiamo ai criteri di “ragionevolezza e confrontabilità”¹⁵⁴ dell'azienda che deve essere valutata con il campione di società ad essa comparabili. In presenza di una società da valutare con caratteristiche differenti rispetto a quelle che appartengono al campione comparabili si andrebbe a creare una situazione di incertezza inficiando, di conseguenza, l'affidabilità della stima finale.

2.1.2 La scelta del metodo valutativo

La scelta del metodo valutativo da adottare è influenzata anche dalla finalità della valutazione. Nel caso specifico di un'operazione di fusione, i metodi che si possono utilizzare, e di cui parlerò successivamente, sono quelli reddituali e dei multipli di società comparabili. Quest'ultimo metodo però, dato lo scarso sviluppo del mercato in Borsa in Italia, può risultare poco adeguato a causa del basso numero di dati rappresentativi e da esso desumibili. La stima che ne deriverebbe potrebbe essere dunque caratterizzata da un elevato grado di incertezza, proprio per la scarsa comparabilità dei dati. La scelta del metodo di valutazione può dipendere anche dalla qualità e quantità dei dati, intese anche in termini di attendibilità dei dati, che l'esperto ha a disposizione per effettuare la sua stima.

Logicamente la disponibilità delle informazioni è collegata anche alla fase del ciclo di vita in cui un'impresa si trova in quel preciso momento¹⁵⁵. Nella fase di start-up di un'impresa le informazioni storiche sono inesistenti praticamente e quindi l'incertezza nella stima è assai elevata. In questo momento di vita di una società, i metodi finanziari e quelli basati su multipli di mercato risultano essere i più precisi. È sconsigliato l'utilizzo dei metodi patrimoniali o misti perché altrimenti il valore dell'impresa dipenderebbe dalle prospettive di sviluppo future; mentre quelli reddituali non sono idonei in quanto i dati sull'evoluzione della redditività non esistono ancora dal momento che i flussi di cassa sono negativi perché l'impresa è impegnata a sostenere costi operativi e investimenti nella propria crescita a fronte di ricavi.

¹⁵⁴ Guatri L., *op. cit.*, p. 203

¹⁵⁵ Damodaran A., *op. cit.*, pp. 11-14

Nella fase di sviluppo i metodi finanziari risultano ancora essere quelli più utili per la valutazione di un'azienda perché il valore si stimerà sulle prospettive di crescita future. La redditività, risulta già migliore rispetto alla fase precedente, ma ancora bassa per cui i metodi reddituali non sono ancora idonei in quanto si rischia di compromettere il valore della stima finale. Anche i metodi patrimoniali non sono appropriati in questo momento perché il valore dei singoli elementi che formano il capitale non ha ancora la capacità di rappresentare le probabilità di crescita che caratterizzano l'impresa in tale fase.

Nel periodo di crescita, si iniziano avere disponibili le informazioni relative ai dati storici o all'andamento della redditività in quanto inizia essere positiva e quest'ultima è ben rappresentativa della fonte di valore dell'azienda. Anche i metodi diretti con l'utilizzo di multipli di società comparabili risultano essere adeguati poiché le società simili iniziano essere consistenti. L'impresa sta raggiungendo il suo apice a livello di crescita e potenzialità, per cui le prospettive di sviluppo future iniziano ad essere minori e per tale motivo il metodo finanziario potrebbe risultare poco idoneo alla stima del valore del capitale economico.

In fase di maturità la redditività non ha più molto significato e le prospettive future diventano molto limitate; quindi, anche in questo periodo il metodo finanziario ritorna ad essere preferibile. Altri metodi idonei sono quelli dei multipli di società comparabili e quelli patrimoniali poiché, nel primo caso il numero di azienda comparabili e la fonte del valore dell'impresa deriva da attività che sono già assodate, nel secondo gli elementi del capitale sono in grado di rappresentare, meglio di altre grandezze anche, il vero valore del capitale.

Nella fase di declino il metodo più adatto per la valutazione dell'azienda è sempre quello finanziario o misto (patrimoniale-reddituale). In questo periodo il reddito è generalmente basso se non negativo, pertanto, l'utilizzo di un metodo solo patrimoniale rende distorta la stima del capitale.

Se si preferisce ragionare e scegliere il metodo di valutazione in base al settore e alle dinamiche in esso, il metodo finanziario riflette maggiormente l'ambito bancario e assicurativo.

Le industrie produttive e di trasformazione industriale utilizzeranno metodi reddituali. Le società no-profit e del settore pubblico, per le quali il reddito e i flussi di cassa non caratterizzano il loro core business, prediligono i metodi patrimoniali.

2.2 Il metodo patrimoniale

I metodi patrimoniali offrono un'attenta valutazione del patrimonio dell'azienda al fine di conferirle un valore economico. Il patrimonio, costituito dall'insieme degli elementi attivi e passivi e il cui valore dovrà essere espresso a valori correnti, costituisce la base per effettuare la stima del valore.

Questo metodo, rispetto a quelli reddituali e finanziari di cui parlerò successivamente, è vantaggioso perché di facile applicazione in quanto è sufficiente trasformare i dati di bilancio espressi a valori contabili in valori correnti di mercato.

Il lavoro di rettifica e di riespressione a valori correnti del capitale netto aziendale è necessario per verificare la presenza di cambiamenti importanti nelle condizioni di utilizzo e di partecipazione ai processi produttivi dei diversi fattori, variazioni nelle condizioni economiche del contesto operativo e del mercato; infine, anche per controllare che non sia stata effettuata una contabilizzazione poco corretta e disattenta in quanto i valori contabili possono essere stati influenzati dall'esigenza di rispettare norme o convenzioni contabili che disciplinano l'informativa di bilancio¹⁵⁶.

Si tratta dunque di un metodo che si considera più attendibile di altri perché i dati che si utilizzano appaiono più certi ed obiettivi e anche le grandezze dei singoli elementi del capitale si ritengono più controllate. Allo stesso tempo però, in questo modo si determina un valore della società statico e fondato su ciò che l'azienda dispone in un certo momento. Il valore di un'azienda però è funzione anche dei flussi futuri che ci si aspetta di ottenere e questi, con tale metodo, non sono considerati pienamente come invece avviene in quelli reddituali e finanziari. Le potenzialità di crescita future però non vengono del tutto ignorate, poiché se si vuole eliminare il rischio di pervenire ad una grandezza del patrimonio netto sopravvalutato, bisogna verificare la capacità futura dell'azienda di remunerarlo e poi perché molte volte si rende necessario considerare anche la presenza di elementi immateriali e il loro valore viene determinato sulla base del loro contributo alla redditività dell'azienda, anche prospettica¹⁵⁷.

Questi metodi, infatti, sono utili quando si tratta di valutare società immobiliari o holding pure, aziende quindi il cui valore è concentrato nell'attivo patrimoniale. La loro applicabilità è pertanto circoscritta ad alcune situazioni ovvero quando il valore corrente degli elementi che compongono il patrimonio aziendale rappresentano una misura implicita delle corrispondenti prospettive di reddito attese¹⁵⁸.

¹⁵⁶ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 21

¹⁵⁷ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 20

¹⁵⁸ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 43

Questi limiti hanno fatto in modo che autori come Guatri ritenessero che le stime patrimoniali fossero considerati dei solo procedimenti di indagine idonei a fornire un'informazione patrimoniale e non dei veri e propri metodi valutativi del capitale di un'azienda; a meno che non si tratti di valutare società immobiliari, holding o specifici beni immateriali con l'obiettivo di misurare l'evoluzione del loro valore in un determinato momento o intervallo di tempo.

I metodi patrimoniali, considerano sempre tutti gli elementi del passivo, mentre quelli dell'attivo li distinguono in tre gruppi¹⁵⁹:

- Beni contabilizzati, cioè tutti i beni materiali oltre che quelli immateriali che si possono iscrivere nell'attivo;
- Beni immateriali non contabilizzati ma che dispongono di un effettivo valore di mercato;
- Altri beni immateriali che non sono contabilizzati e non hanno nemmeno un valore di mercato.

In funzione di questa classificazione si configurano tre ulteriori modi diversi per effettuare la valutazione patrimoniale:

- Metodi patrimoniali semplici, che valorizzano solo le poste nell'attivo dei beni contabilizzati;
- Metodi patrimoniali complessi di primo grado, i quali inglobano anche la valutazione di beni immateriali che non sono iscritti nell'attivo ma dotati di valore di mercato oltre che ai beni capitalizzati;
- Metodi patrimoniali complessi di secondo grado, che comprendono anche la terza fattispecie di beni immateriali, cioè quelli non contabilizzati e senza un valore di mercato.

I metodi semplici sono senza dubbio i più conosciuti e vengono applicati diffusamente in tutte le tipologie di aziende. I patrimoniali di primo e secondo grado hanno un'operatività più limitata e circoscritta ad alcune specifiche categorie di aziende: quelli di primo grado nelle società bancarie e commerciali, quelli di secondo grado invece nelle aziende industriali e assicurazioni.

Il metodo patrimoniale semplice ha come punto di partenza il patrimonio netto di bilancio, considerando quindi anche il risultato d'esercizio ma escludendo la quota che viene distribuita sottoforma di dividendi o compensi.

Partendo dal capitale netto si procede¹⁶⁰:

- Alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- A rideterminare in termini di valori correnti gli elementi attivi non monetari, come ad esempio le rimanenze, i titoli e partecipazioni, determinando eventuali plusvalenze o minusvalenze;
- Ad attualizzare, se esistenti, crediti o debiti differiti senza interessi o che hanno interessi non in linea con quelli del mercato.

¹⁵⁹ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 25

¹⁶⁰ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 26

Alla fine di questo percorso, i vari elementi che compongono l'attivo e il passivo vengono sottoposti ad una revisione in modo da verificare che siano rispettate le norme contabili; in particolare si appura che tutti gli elementi siano stati contabilizzati, che i crediti iscritti considerino le effettive possibilità di recupero, che le poste attive siano documentate da valide fonti inventariali, che i ratei e i risconti siano stati correttamente calcolati al fine di rispettare il postulato della competenza e che gli accantonamenti corrispondano a quanto è stato maturato. A seguito di questa revisione potranno rendersi necessarie delle rettifiche negative o positive del valore stimato.

I metodi patrimoniali complessi di primo grado si caratterizzano per il fatto che considerano, pur valutandoli separatamente, dei beni immateriali non contabilizzati, purché basati su una stima espressa dal mercato¹⁶¹. Con riferimento a quest'ultima stima, si tratta generalmente di un prezzo corrente non per il bene specifico che si vuole valutare, ma per beni simili ad esso. Si rischia quindi non ci sia omogeneità tra il bene da valutare e i beni cui sono riferite le informazioni; per tale motivo è auspicabile l'adattamento del prezzo alla situazione specifica che interessa la valutazione.

Il metodo patrimoniale complesso di secondo grado viene utilizzato per stimare beni immateriali che non hanno un valore di mercato. La stima in questo caso è incentrata sul costo o sulla redditività dei beni, con quattro procedimenti¹⁶² che si fondano su:

1. Costo di sostituzione o di riproduzione del bene;
2. Capitalizzazione di costi effettivamente sopportati;
3. Costo della perdita;
4. Redditività attesa da un certo bene immateriale.

Con il primo procedimento il valore del bene si stima in base a quanto costerebbe ricostruirlo da zero nel caso in cui non esistesse o per sostituirlo con un altro bene che apporti un'utilità equivalente.

Il secondo processo che si fonda sulla capitalizzazione dei costi effettivamente supportati, anche se non stati del tutto o in parte contabilizzati tra i cespiti dell'attivo patrimoniale. Spesso i costi di ricerca e sviluppo nelle imprese industriali, ad esempio, non sono contabilizzati; pertanto, vengono ripresi nel loro valore complessivo o solo in parte e ripartiti nel tempo secondo la durata della loro presunta vita utile. Questo metodo consente di tenere in considerazione i progressi realizzati nel processo produttivo e di valutare le condizioni attuali, sia dell'impresa che dell'ambiente esterno, al fine di monitorare l'evoluzione del settore e del contesto competitivo in cui la società opera.

Il terzo procedimento viene utilizzato principalmente nel Nord America per valutare questi beni immateriali, mentre nel nostro Paese è raro. Si tratta di un metodo che misura quanto si sarebbe

¹⁶¹ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 47

¹⁶² Guatri L., *op. cit.*, 1984, pp. 49-51

disposti a pagare per riavere nella propria azienda quel bene o strumento che è ora non è più disponibile; ecco perché definito costo della perdita.

Il quarto processo si fonda sul fatto che il valore di un'impresa è in parte definito dalle future capacità di generare reddito che uno specifico bene immateriale può realizzare.

Secondo Potito¹⁶³, il valore dei beni immateriali si può ottenere anche con l'impiego di parametri e moltiplicatori, derivati da osservazioni sugli usi e i comportamenti di mercato, da applicare a determinate grandezze dell'azienda oggetto di valutazione e che siano con essa comparabili.

Un ulteriore criterio per determinare il valore di questi beni immateriali è rappresentato dalla loro attitudine a essere oggetto di trasferimento autonomo o ad avere una loro sperata fruibilità¹⁶⁴. Nella pratica però non è sempre necessario ci sia la possibilità di trasferimento dell'elemento immateriale per poterlo separatamente valutare, ciò che importa è che la sua utilità sia distinguibile e che sia identificabile e misurabile la sua partecipazione alla redditività aziendale¹⁶⁵.

2.3 Il metodo reddituale

Secondo questo metodo, il valore economico è funzione del reddito potenziale futuro che si può ottenere. Maggiore sarà la capacità di generare flussi reddituali, più alto sarà il valore dell'impresa. Quest'ultimo quindi dipenderà principalmente dalle potenzialità reddituali prospettiche della società e l'applicazione di tale approccio comporta una visione unitaria dell'azienda e non una sommatoria dei valori dei singoli elementi. Il valore complessivo che si perviene non è dunque frazionabile.

L'idea che il valore del capitale delle aziende derivi proprio dalla misura attesa dai redditi che queste generano e dalla loro capitalizzazione in base a tassi che esprimano il rischio e l'incertezza ricade proprio all'interno di tutte le teorie economiche¹⁶⁶.

La stima del valore dell'azienda si ottiene applicando la funzione del valore attuale della rendita perpetua:

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

¹⁶³ Potito L., *op. cit.*, 2020, pp. 26-27

¹⁶⁴ In particolare, l'autore, Brugger, *Valutazione dei beni immateriali*, p.43, afferma che un intangibile, per poter essere considerato ai fini valutativi, deve soddisfare tre requisiti: 1) essere oggetto di un significativo flusso di investimenti; 2) essere all'origine di benefici economici differenziali di entità apprezzabile; 3) essere trasferibile.

¹⁶⁵ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 24

¹⁶⁶ Guatri L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Collana impresa e valore, Egea spa, Milano, 1996, p. 17

dove:

W = valore del capitale economico

R = reddito medio normale atteso dalla gestione futura dell'impresa

i = tasso di attualizzazione

Tale formula prevede di attualizzare un valore medio normale di reddito atteso nei successivi esercizi a un determinato tasso di interesse rappresentativo della redditività del capitale investito in aziende appartenenti al medesimo settore e con caratteristiche di rischio equiparabili all'impresa oggetto di valutazione¹⁶⁷.

Con questo approccio si assumono due ipotesi semplificatrici:

a) di assumere a base del calcolo un reddito medio normale;

b) di considerare a tempo indefinito la durata di tale reddito.

La misura del reddito sub *a*) da incorporare nel calcolo è rappresentativa della capacità di reddito, che al momento della valutazione, l'impresa è in grado di esprimere e di prospettare come conservabile almeno nel breve periodo. In questa stima si fa riferimento ai risultati passati, purché siano rappresentativi anche dei futuri andamenti economici. I valori passati devono quindi essere inquadrati nel contesto esterno, ambientale e di mercato, nel quale l'attività è stata svolta e tenere in considerazione delle scelte effettuate nel periodo di tempo di riferimento, al fine di comprendere gli effetti che le condizioni esterne e le decisioni prese hanno avuto sulle variabili aziendali più importanti¹⁶⁸. Tale reddito medio normale deve obbligatoriamente includere l'indagine prospettica, estesa ai 3/5 esercizi, con l'ausilio di budget e piani aziendali. Tutte queste indagini comportano a conclusioni il cui grado di attendibilità è tanto maggiore quanto più regolari risultano i flussi di reddito, sia quelli storici che prospettici.

Il reddito medio normale atteso nel futuro può essere stimato anche considerando che il reddito aumenti in maniera costante, rispetto a quello attuale, ad un tasso di crescita *g* predefinito.

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

Al numeratore viene indicato il reddito che cresce per un anno al tasso di crescita *g* e la capitalizzazione avviene ad un tasso ridotto per il valore di *g*.

¹⁶⁷ Potito L., *op. cit.*, 2016, p. 7

¹⁶⁸ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 4

Il reddito in questo caso aumenta costantemente per un periodo indefinito e per questo è necessario definire con obiettività e prudenza il tasso di crescita.

Molti autori e critici spingono nel porre dei limiti a questo tasso di crescita poiché una dimensione elevata a questo fattore può compromettere in maniera significativa il tasso di capitalizzazione determinando così un'esplosione nel valore di W .

Il tasso di attualizzazione sub b), consente di rapportare il reddito medio normale ottenuto all'entità del capitale. Il tasso dovrebbe misurare il rendimento atteso dal capitale investito in aziende che appartengono allo stesso settore e che abbiano caratteristiche simili a quelle dell'impresa da valutare. Guatri¹⁶⁹ elenca le soluzioni generali possibili e proposte nella pratica e nella dottrina per la scelta del tasso da utilizzare nella valutazione reddituale:

- Criterio del tasso-opportunità;
- Criterio del costo dei capitali;
- Criterio del rendimento soddisfacente.

Il primo criterio consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio. Ci si pone nella posizione dell'investitore, che con mezzi limitati, ritiene conveniente un tasso di rendimento finché non trova la possibilità di trovare un investimento più redditizio, a parità di rischio. È dunque fondamentale per tale criterio il livellamento dei rendimenti rispetto al rischio¹⁷⁰.

$$i = r + s$$

Dove:

i = saggio unitario di capitalizzazione

r = costante rappresentativa del saggio di remunerazione degli investimenti privi di rischio o molto basso

s = indice quantitativo dell'intensità del rischio di una specifica impresa

Se ci sono quindi investimenti con rischio diverso, è importante che il loro rischio sia misurato e tradotto in una maggiorazione del tasso, rispetto ad un investimento con rischio nullo o basso. Più difficile risulta quantificare la variabile s ; in merito a ciò si configurano tre ipotesi di valutazione: *sintetico-soggettiva*, basata sulla sensibilità ed esperienza di chi conduce la stima; *quantitativa*, misurando il rischio attraverso degli indici; *dedotta dal mercato*, nell'ipotesi in cui si conoscano i

¹⁶⁹ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 86

¹⁷⁰ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 86

prezzi di aziende simili nel mercato e la redditività in modo da desumere il tasso, e usando per differenza la formula, il valore di s .

Il secondo criterio presuppone di mettersi dal punto di vista dell'azienda utilizzatrice dei capitali e quindi il tasso diventa il costo atteso dei mezzi di finanziari per l'azienda considerata. L'ultimo invece, quello del rendimento soddisfacente, assume l'idea che il tasso deve corrispondere a quello atteso di remunerazione che l'investitore ritiene soddisfacente considerando il grado di rischio dell'investimento rispetto ad altri alternativi. Questo metodo, simile al criterio del tasso-opportunità, assume un tasso equivalente a quello che può essere offerto da investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio¹⁷¹.

Le componenti del tasso di capitalizzazione sono il saggio di rendimento del capitale impiegato in investimenti privi di rischio, r_f , e il market risk premium, mrp .

Il tasso privo di rischio è il rendimento dei titoli di stato a lunga scadenza del Paese in cui la società opera. L' mrp , è il differenziale di rendimento tra investimenti nel mercato azionario (r_m) e quelli privi di rischio (r_f); quel valore aggiuntivo e quell'eccedenza del rendimento di un portafoglio formato da tutti i titoli con rischio presenti sul mercato in un certo periodo, rispetto al rendimento dei titoli privi di rischio.

$$mrp = r_m - r_f$$

Uno dei modelli più diffusi e accettati per calcolare il costo del capitale è il cosiddetto CAPM, *Capital Asset Price Model*. Si tratta di un modello statico, lineare e mono fattoriale, che fa discendere il costo-opportunità del capitale dall'esposizione dell'impresa al rischio di mercato finanziario, misurata dal coefficiente beta¹⁷².

$$R_e = r_f + [\beta * (r_m - r_f)]$$

La componente mrp di un singolo titolo è quindi corretta dal coefficiente β che misura il rischio sistematico del settore o del mercato che non è diversificabile.

In base alle ipotesi su cui si basa tale modello, l'investitore può eliminare, attraverso la diversificazione, solo il rischio specifico che rileva sulla singola impresa; la parte di rischio irriducibile è riferita appunto a questo rischio sistematico o di mercato che influenza tutti gli investimenti in quanto deriva da fattori macroeconomici del Paese in cui la società opera.

¹⁷¹ Guatri L., *op. cit.*, 1984, pp. 94-96

¹⁷² Guatri L, Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005, p. 311

Il coefficiente β è un moltiplicatore che enfatizza l'*mrp*: esprime dunque la sensibilità del singolo titolo rispetto al suo rischio sistematico. Esso è pari al rapporto che si ha ponendo al numeratore la covarianza¹⁷³ tra i rendimenti del singolo titolo e del portafoglio di mercato e al denominatore la covarianza del rendimento di portafoglio di mercato¹⁷⁴.

Guatri e Bini¹⁷⁵, infatti, definiscono questo parametro come un “coefficiente che esprime il rischio sistematico di un titolo azionario, cioè la covarianza standardizzata degli extra rendimenti del titolo rispetto all’extra rendimento del portafoglio di mercato”.

Se $\beta = 1$, l’azienda funziona come l’economia e c’è correlazione perfetta tra l’impresa stessa e il portafoglio di mercato, infatti $R_e = R_m$.

Se $\beta < 1$, l’azienda è meno ciclica e quindi meno rischiosa, si tratta di un titolo difensivo che non intensifica l’andamento del mercato. Nel caso opposto, in cui il $\beta > 1$, il titolo amplifica il trend del mercato e per questo si tratta spesso di aziende cicliche e più rischiose.

Le determinanti del beta sono tre¹⁷⁶:

- Il *tipo di attività*, essendo un coefficiente che misura la rischiosità di un’azienda rispetto ad un indice di mercato, le imprese che svolgono un’attività che risente dell’andamento generale del mercato, avranno un beta maggiori. Possono essere un esempio il settore automobilistico e quello dell’edilizia.
- L’*intensità della leva operativa*, si tratta di una funzione della struttura dei costi di un’azienda e viene definita dal rapporto tra costi fissi e i costi totali. Le imprese che hanno quindi un’elevata leva operativa, avranno anche una maggiore variabilità dell’utile operativo e questo si traduce in un beta maggiore.
- L’*intensità della leva finanziaria*, all’aumentare dell’indebitamento si incrementa anche il beta perché aumenta anche la quantità di rischio di mercato dell’impresa a carico dei soci.

Tale parametro è quindi possibile calcolarlo per le imprese-target se si tratta di società quotate o per le quali si riesce trovare una buona approssimazione tra quelle in Borsa. Nei Paesi come il nostro, in cui il numero di aziende quotate è assai ridotto, la stima del beta risulta più difficile e si rende necessario far riferimento a dei coefficienti di settori o legati all’attività in cui si opera.

Quando si utilizzano beta di imprese comparabili, questo deve essere corretto per tenere conto del rischio del leverage specifico dell’azienda da valutare.

¹⁷³ La covarianza misura la correlazione tra i due titoli e si calcola facendo la media dei prodotti dei rispettivi scarti quadratici medi dei titoli. La varianza invece misura la variabilità dei titoli e si ottiene attraverso la media degli scarti elevati al quadrato tra i possibili rendimenti e il rendimento atteso.

¹⁷⁴ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 9

¹⁷⁵ Guatri L, Bini M., *op. cit.*, p. 353

¹⁷⁶ Damodaran A., *op. cit.*, pp. 54-55

Il beta di qualsiasi società (β_f) è funzione del suo beta operativo (β_o) e dal peso dell'indebitamento nella sua struttura finanziaria. L'indebitamento finanziario all'interno del CAPM funge da moltiplicatore dell'andamento economico; infatti, β_f aumenta al crescere del peso del livello di debito e si avrà un *mpr* maggiore.

Il beta dedotto dal mercato per le società comparabili deve essere corretto da una condizione tipica dell'impresa oggetto di valutazione o del settore in cui opera.

$$\beta_f = \beta_o + \beta_o(1 - t) * \frac{D}{E}$$

Dove:

β_f è il beta di un'azienda con un certo livello di indebitamento $\frac{D}{E}$

β_o è il beta operativo, quello di un'azienda priva di indebitamento

t è l'aliquota fiscale

$\frac{D}{E}$ è il rapporto debito-equity, il peso del debito sul capitale proprio dell'azienda.

Nel caso di imprese non quotate per ottenere il proprio β_o , si fa ricorso come abbiamo detto ai beta di società in Borsa utilizzando la seguente relazione:

$$\beta_o = \frac{\beta_f}{1 + (1 - t) * \frac{D}{E}}$$

Il beta rettificato per la società da valutare si ottiene ricavando dalla formula del β_f il β_o attraverso delle semplificazioni matematiche e inserendo nella formula che ne deriva l'aliquota fiscale e il peso dell'indebitamento specifici dell'impresa.

La formula della rendita perpetua può assumere una variante con la quale ricorrere alla stima del capitale economico mediante l'attualizzazione dei diversi redditi analiticamente determinati in ciascun esercizio fino all'anno n e del valore dell'impresa stimato sempre all'anno n ¹⁷⁷.

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

¹⁷⁷ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 45

Dove:

W = valore del capitale economico

R_t = reddito futuro atteso al periodo t

i = tasso di capitalizzazione

W_n = valore terminale dell'azienda al periodo n .

In matematica finanziaria, al posto della somma dei vari redditi futuri attesi attualizzati dei vari anni, si può eventualmente utilizzare la funzione del valore attuale della rendita annua posticipata, se si pensa ad una prospettiva temporale limitata:

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

Il problema principale è quello di determinare n , ossia il numero di esercizi futuri cui riferire il calcolo. La prassi ha suggerito un arco temporale di 3-5 anni perché risulta difficile fare delle previsioni attendibili sull'andamento puntuale dei singoli esercizi che vadano oltre questo intervallo di tempo. Si tratta comunque di un periodo che non ha un fondamento razionale.

Per tale motivo risulta più semplice utilizzare la formula della rendita perpetua, anche perché con l'aumentare del numero di anni che si considerano nella formula, la differenza tra i due metodi alternativi diventa sempre meno significativa a livello di risultato.

La formula più semplice si configura bene sulle aziende che generano risultati stabili nel tempo, mentre risulta meno idonea per quelle che hanno redditi più effimeri. Questo approccio, inoltre, si adatta meglio ed è più preciso nelle imprese che hanno risultati attesi disomogenei nei primi anni che seguono all'acquisizione, a condizione però che tali risultati possano essere misurati in modo affidabile tramite la predisposizione di un piano industriale conforme.

Un autorevole dottrina¹⁷⁸ esprime una preferibilità nei confronti dei metodi reddituali ai fini della valutazione d'azienda poiché tale formula è indirizzata a misurare il capitale economico, al contrario di quella finanziaria che, come vedremo, stima il capitale potenziale. Una seconda motivazione deriva dal fatto che i metodi reddituali hanno un grado più elevato di dimostrabilità e questo rende le valutazioni più condivisibili e comunicabili da parte di chi ne deve subire gli effetti. Tale caratteristica si collega al fatto che questi metodi si riferiscono ad una capacità di reddito normale e proiettabile sul futuro a breve e che, ai fini di una migliore spiegazione dei risultati, essi possono unificarsi con altri metodi (i cosiddetti metodi misti che analizzerò prossimamente). Inoltre, si ritiene che sul piano del calcolo dei flussi reddituali abbiano una migliore prevedibilità.

¹⁷⁸ Guatri L., *op. cit.*, 1996, p. 5

2.4 I metodi finanziari

I metodi finanziari (o *Discount Cash Flow*, DCF) esprimono valori potenziali di capitale poiché si fondano sull'attualizzazione di flussi che si prevedono nel lungo periodo e sul valore finale dell'impresa a n anni. Queste stime potenziali sono misure legate a nuove strategie, nuovi investimenti, non sono misure storiche che derivano da risultati conseguiti nel passato¹⁷⁹.

L'idea che sta alla base del metodo finanziario è che nessuna impresa nel lungo termine può distribuire dividendi in misura superiore alle sue capacità di generare flussi di cassa.

Il vantaggio dei DCF rispetto ai metodi reddituali risiede nella loro maggiore oggettività dei dati poiché considerano solo i flussi di cassa generati dalla gestione escludendo le componenti di costo e ricavo che non hanno natura monetaria. La difficoltà invece risiede proprio nel calcolare in maniera attendibile i flussi di cassa, soprattutto in casi di aziende complesse e destinate a durare nel tempo.

Per accrescere l'affidabilità dei risultati utilizzati alla base della valutazione del DCF è necessario allungare il periodo di previsione analitica dei flussi. In questo modo si riduce il peso del terminal value e si realizza una convergenza dei flussi di cassa sui flussi di reddito medio-normali¹⁸⁰.

Il metodo in esame sostituisce al concetto di inerenza economica dei costi e dei ricavi in un periodo tipico dei metodi reddituali, il concetto di entrata o uscita finanziaria (flussi di cassa). Esso individua con migliore approssimazione il momento dell'entrata e dell'uscita, così che l'attualizzazione possa avvenire in riferimento all'effettivo lasso temporale intercorrente tra il momento t_0 della stima e t_1 nel quale si verifica l'entrata o l'uscita¹⁸¹.

Esistono due approcci per giungere ad una determinazione del capitale economico:

- 1) *L'asset side approach (Unlevered DCF Method)*, nel quale si calcola prima il valore del suo attivo, cioè del capitale investito e poi si detrae la posizione finanziaria netta;
- 2) *L'equity side approach (Levered DCF Method)*, nel quale si calcola direttamente il valore del capitale netto.

Una dottrina autorevole scrive che “gli ambiti applicativi in cui il modello finanziario consente di giungere a dei risultati affidabili sono:

- *Le imprese steady state*, con capacità di reddito costante nel tempo e investimenti di mantenimento allineati agli ammortamenti. In questo caso il metodo DCF si avvicina a quello reddituale;

¹⁷⁹ Guatri L., *op. cit.*, 2005

¹⁸⁰ Guatri L, Bini M., *op. cit.*, p. 539

¹⁸¹ Guatri L., *op. cit.*, 1984, pp. 121

- Le imprese in rapida crescita, che non abbiano ancora raggiunto il pareggio economico e che non siano nemmeno in grado di realizzare nell'orizzonte temporale di previsione analitica flussi di reddito rilevanti. Con queste condizioni i metodi reddituali sarebbero poco utili in quanto di difficile applicazione;
- Le imprese in declino, per le quali si possa adottare una prospettiva limitata nel tempo. In questo caso la valutazione dell'azienda viene a coincidere con la valutazione di un qualsiasi asset a vita definita¹⁸².

2.4.1 L'asset side approach

Il primo approccio è sicuramente il più diffuso perché il valore di un'azienda per gli investitori è dato dalla somma dei flussi di cassa futuri opportunamente attualizzati da cui si deduce il valore della posizione finanziaria netta. Questi flussi derivano dalla gestione del capitale investito e quindi dal core business dell'azienda; essi non considerano come il capitale investito sia stato finanziato, infatti, è al lordo degli oneri finanziari.

Il valore dell'enterprise value (W), cioè di tutti i conferenti del capitale investito, siano terzi o soci, è dato dalla somma di due grandezze, attualizzate al momento della valutazione, che si articolano in un orizzonte futuro di due momenti¹⁸³:

- Un orizzonte analitico di flussi di cassa relativi a n anni relativamente di 3 o 5 esercizi futuri (definito anche periodo di previsione esplicita);
- Un orizzonte illimitato finale per il quale si stima un FCFO normalizzato per un periodo infinito di tempo o prevedendo un andamento costante ad un tasso di crescita dello stesso in un orizzonte temporale infinito (terminal value).

Da tale valore complessivo si deduce poi la posizione finanziaria netta.

$$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFO_t}{(1+i)^t} + \frac{EV_n}{(1+i)^n} - PFN$$

Dove:

W è il valore del capitale economico

$FCFO_t$ è il flusso di cassa atteso al periodo t

i è il tasso di attualizzazione

¹⁸² Guatri L, Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 539

¹⁸³ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, pp. 36-37

EV_n rappresenta il valore terminale dell'impresa al periodo n (terminal value)

PFN è la posizione finanziaria netta

Sulla durata del periodo di previsione esplicita ci sono varie teorie e opinioni differenti. Alcuni ritengono sia tra i 3-5 anni¹⁸⁴, mentre altri ritengono ragionevole si attesti sui 5-6 anni¹⁸⁵. In altri casi si fa riferimento al ciclo di vita dei prodotti e delle tecnologie e alla durata economica residua degli impianti¹⁸⁶. È importante nel momento in cui si decide la lunghezza di tale periodo, considerare anche il settore in cui l'impresa opera e la fase del ciclo economico che sta attraversando.

Il valore terminale rappresenta l'entità del capitale al tempo n ed il suo calcolo, nell'ipotesi di vita infinita dell'impresa, è dato dalla differenza tra il NOPAT¹⁸⁷ e il CINO¹⁸⁸, entrambi moltiplicati per il tasso di crescita g e attualizzando opportunamente il delta dei flussi infiniti al tempo della valutazione.

La posizione finanziaria netta esprime la capacità dell'azienda di far fronte al pagamento dei propri debiti. Il valore si determina facendo la differenza tra i debiti finanziari aziendali, a prescindere dalla loro scadenza, e le attività che si potrebbero impiegare e liquidare per il rimborso di questi. Una PFN negativa è sicuramente un elemento positivo per l'azienda perché significa che con le proprie attività riesce a sostenere il pagamento dei debiti.

Essendo il valore del capitale economico dell'azienda di spettanza sia dei finanziatori terzi che degli apportatori del capitale di rischio, il tasso da utilizzare per attualizzare questi flussi deve considerare il rendimento atteso per entrambe queste tipologie di soggetti. Gli FCFO, infatti, sono i flussi destinati a rimborsare sia il capitale prestato dai finanziatori, con i relativi interessi, che a pagare gli azionisti sottoforma di dividendi. Il tasso che considera entrambi questi rendimenti è il WACC, cioè il costo medio ponderato del capitale che considera la remunerazione attesa da questi in funzione della relativa incidenza nel finanziamento del capitale investito netto. Nella sua formulazione considera quindi il peso con il quale le due fonti di finanziamento concorrono alla copertura del capitale investito¹⁸⁹.

¹⁸⁴ Cfr. Mancin M., *Le operazioni straordinarie d'impresa. Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*

¹⁸⁵ Cfr. Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economie delle imprese*

¹⁸⁶ Cfr. Brugger, *Le decisioni finanziarie*

¹⁸⁷ Il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) è dato dal reddito operativo al netto delle imposte operative; esso misura il profitto generato dalle attività operative

¹⁸⁸ Il CINO (Capitale Investito Netto Operativo) misura l'efficienza di un'impresa nella gestione del proprio capitale operativo ed è dato dalla differenza fra tutte le attività operative e tutte le passività operative. Esso è l'indicatore finanziario che misura il capitale necessario per sostenere l'attività operativa di un'azienda: rappresenta infatti il valore totale degli investimenti necessari per mantenere la propria attività in funzione, escludendo i finanziamenti ottenuti tramite prestiti o altre forme di debito. Un CINO più basso indica che l'azienda sta utilizzando in modo più efficiente il proprio capitale operativo, mentre un CINO più alto può indicare un utilizzo meno efficiente delle risorse disponibili.

¹⁸⁹ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 17

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

Dove:

K_e è il costo del capitale di rischio

$\frac{E}{D+E}$ corrisponde alla quota di equity sul totale delle fonti

$K_d(1 - t)$ è il costo del capitale di debito al netto delle imposte

$\frac{D}{D+E}$ corrisponde alla quota di debito sul totale delle fonti

2.4.2 L'*equity side approach*

Il secondo metodo, l'*equity side approach* consente di ottenere direttamente il valore economico dell'equity attraverso il calcolo dei flussi netti disponibili per gli azionisti, gli FCFE (*Free Cash Flow to Equity*). Anche in questo caso il capitale economico, che potenzialmente rappresenta anche le risorse che possono essere distribuite agli azionisti, è dato sempre dalla somma degli FCFE attualizzati nel periodo di previsione esplicita (periodo limitato di 3 o 5 anni) a cui si aggiunge il terminal value dell'azienda al periodo n.

Per determinare gli FCFE è sufficiente, una volta calcolato il flusso di cassa operativo, sottrarre da questo gli oneri finanziari e il valore delle imposte sull'utile netto e di eventuali variazioni relative al capitale proprio (rimborsi o versamenti) o al capitale di terzi (accensioni o rimborsi di finanziamenti).

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

In cui:

W è il valore del capitale economico per gli azionisti

$FCFE_t$ è il flusso di cassa per gli azionisti al tempo t

i è il tasso di attualizzazione

W_n è il valore terminale dell'impresa al periodo n

In questo caso, il tasso per l'attualizzazione da utilizzare sarà l' R_e , poiché il flusso finanziario è destinato ai soci apportatori di capitale e pertanto il rendimento atteso identifica solamente il loro rischio.

2.5 I metodi misti

Il modello misto patrimoniale-reddituale, nei vari decenni, è stato considerato come un tipico metodo europeo in tema di valutazione delle aziende, in grado di equilibrare le esigenze di obiettività e verificabilità (insite nei metodi patrimoniali) senza però trascurare le attese reddituali e i relativi rischi¹⁹⁰.

Il modello misto reddituale-patrimoniale viene utilizzato nella pratica per perseguire scopi professionali che sarebbero difficili da perseguire con altri metodi valutativi. Le applicazioni più rilevanti sono¹⁹¹:

- Come mezzo per una verifica reddituale semplificata delle stime patrimoniali analitiche, nei casi in cui sono necessarie come, ad esempio, l'apporto di un'azienda o di un suo ramo in una società di capitali;
- Come metodo di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali;
- Per la valutazione delle aziende in perdita;
- Per la valutazione del badwill, il quale si compone delle perdite attese future e della carenza di remunerazione del capitale investito. Entrambe queste componenti riducono il valore patrimoniale dell'azienda.

Il metodo del valore medio era una delle prime impostazioni di tale approccio, il quale definiva che il valore del capitale economico come media aritmetica del capitale netto rettificato K e del valore di capitale economico espresso con la formula della rendita perpetua $\frac{R}{i}$ ¹⁹².

Ne deriva:

$$W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right) \text{ che può essere riformulata in } W = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right).$$

¹⁹⁰ Guatri L, Bini M., *op cit.*, 2005 e Guatri L., *op. cit.*, 1984

¹⁹¹ Guatri L, Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 598

¹⁹² Guatri L, Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 600

Nell'ultima espressione viene evidenziato che il capitale rettificato K viene maggiorato di metà della differenza, cioè del valore dell'avviamento. Nel caso la differenza rilevasse un valore negativo, allora si parla di *badwill* o avviamento negativo.

L'avviamento o *goodwill* è un concetto tipico di questi metodi misti in quanto esso viene determinato dalla differenza tra il risultato patrimoniale (K) e quello reddituale ($\frac{R}{i}$). In modo specifico, nel metodo del valore medio l'avviamento viene assunto per metà del suo valore¹⁹³.

L'avviamento può essere definito come il maggior valore di un'impresa in funzionamento in virtù della sua capacità di generare ricchezza in futuro.

2.5.1 La stima autonoma dell'avviamento

I metodi misti patrimoniali-reddituali che sono più diffusi e attuati nella pratica si fondano sulla stima autonoma dell'avviamento e con esso possono presentarsi in tre modalità:

- Con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio: $W = K + a_{n-i'}(R - i'' * K)$
- Con attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni:
 - $W = K' + (R_1 - i''K) * v + (R_2 - i''K) * v^2 + \dots$
- Con capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio: $W = K + \frac{R-i''*K}{i'}$

In queste formule:

K è il capitale netto rettificato e corrisponde al risultato della stima patrimoniale

R è il reddito medio normale atteso per il futuro

n rappresenta il numero definito e limitato di anni

i'' è costo del capitale dell'impresa specifica

i' rappresenta il tasso di attualizzazione del reddito differenziale.

La stima del capitale economico con questo metodo si basa dunque sulla determinazione del patrimonio netto rettificato a valore correnti e del valore dell'avviamento, cioè la capacità dell'impresa di creare sovra redditi futuri con la propria gestione. Il valore dell'avviamento viene calcolato dalla differenza fra il reddito medio atteso normale dalla gestione dell'impresa (R) e il reddito normale per il settore di appartenenza (i)¹⁹⁴.

¹⁹³ Guatri L., *op. cit.*, 1984, p. 123

¹⁹⁴ Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *op. cit.*, p. 44

La formula per il calcolo del sovra reddito è:

$$\text{Avviamento} = (R - i * K)$$

Nella scelta del tasso di attualizzazione si è stati a lungo incerti se considerare un tasso privo di rischio o se considerare la somma del tasso risk free e del premio per il rischio del mercato (*mrp*) moltiplicato per il coefficiente beta. La soluzione finale è stata data dal segno dei redditi differenziali: in caso di avviamento si opta per il tasso dato dalla somma di quello senza rischio e dell' *mrp* (il grado di incertezza contenuto nei dati elaborati si ritiene elevato, di conseguenza si assumono valori maggiori di *i* ritenendo che l'azienda disponga di alcuni fattori di rischio maggiori rispetto a quelli del settore a cui appartiene); contrariamente nell'ipotesi di un *badwill* si sceglierà un tasso senza rischio¹⁹⁵ (le caratteristiche della società e il grado di attendibilità delle stime effettuate non fanno ancora emergere una componente di rischio).

La seconda formula invece viene utilizzata in presenza di budget e piani o di una serie di risultati attesi anno per anno che riescano stimare in maniera credibile e attendibile i risultati dei futuri *n* esercizi. Tale metodo, anche se idoneo per il calcolo dell'avviamento, viene principalmente utilizzato nella stima dell'avviamento negativo.

La terza espressione rappresenta il pieno ricongiungimento del modello misto con quello reddituale, l'eventuale differenza deriva solo dalla scelta del tasso. Si assume in questa alternativa l'ipotesi che il reddito differenziale si produca in modo infinito nel tempo. Questa teoria ha una base logica se viene corretta dall'assunzione di un elevato tasso *i*' di capitalizzazione, che attenua sensibilmente il peso dei sovra redditi attesi al di là di un certo orizzonte temporale¹⁹⁶.

Tale procedimento consente di giungere ad una valutazione esplicita ed autonoma dell'avviamento rispetto ai risultati che ne derivano dall'applicazione dei metodi reddituali e patrimoniali, nei quali non è possibile avere una sua distinta evidenza in quanto incluso nel complesso del valore economico del capitale.

2.5.2 Il metodo dell'EVA

Il metodo misto, nell'ottica di asset side, può assumere anche un'altra applicazione, quella dell'EVA (*Economic Value Added*). Esso nacque come un metodo per misurare la performance aziendale al fine

¹⁹⁵ Guatri L, Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 604

¹⁹⁶ Guatri L., *op. cit.*, 1984, pp. 128-129

di valutare le capacità manageriali in termini di nuovo valore creato, di nuova ricchezza prodotta o distrutta¹⁹⁷.

Tale approccio, dunque, stima il valore dell'equity basandosi sulla capacità del management di creare valore nel tempo per gli apportatori del capitale di rischio.

Oggi, l'EVA assume due connotazioni: è una misura di performance quando viene applicato a dati storici, mentre diventa un processo di stima del valore aziendale se fa riferimento a dati futuri.

La prospettiva, essendo un approccio asset side, è quella dell'azienda a sé stante, infatti, la nuova ricchezza prodotta è l'incremento, ossia il maggior valore che si riesce ad incorporare al capitale investito operativo della società.

Questo maggior valore è dato quindi dalla differenza tra il rendimento effettivamente ottenuto e il costo del capitale fornito sia da terzi e dai soci. Il rendimento deriva dal rapporto tra risultato operativo al netto delle imposte (NOPAT) e il capitale investito operativo (CI, la somma tra il capitale fisso e il circolante commerciale netto).

$$r = \frac{NOPAT}{CI}$$

Se l'EVA è l'incremento annuale di valore ottenuto, si comprende che il valore economico del capitale investito (l'entreprise value, EV) è dato dalla somma del capitale investito iniziale (CI) più il valore attuale di tutti gli EVA futuri stimati (*MVA, Market Value Added*)¹⁹⁸. Pertanto:

$$EV = CI + MVA$$

Anche in questo caso, la stima degli EVA viene effettuata per un periodo di 5-6 anni futuri, poiché entro tale orizzonte temporale, l'azienda è ancora in grado di mantenere la sua capacità di generare rendimenti superiori al costo del capitale e quindi ottenere valori attendibili.

Questo criterio è applicabile alle aziende mature e consolidate, per le quali si ponga il problema della valutazione della capacità di soddisfare le attese reddituali della proprietà, a fronte degli investimenti sostenuti¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 31

¹⁹⁸ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 32

¹⁹⁹ Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *op. cit.*, p. 91

2.6 I multipli di mercato

L'approccio comparativo alla valutazione d'impresa si basa sull'idea che il valore di questa, oltre che dipendere da fattori di efficienza finanziaria e operativa interni, derivi anche dal giudizio espresso dai vari operatori del mercato. Nel contesto M&A, infatti, tale approccio presenta due vantaggi: dal punto di vista pratico, fornisce un metodo conveniente e rapido per esprimere il valore di un'impresa al netto delle sue dimensioni, risultando più semplice dei metodi DCF e potendo comparare aziende con diverse dimensioni. In ottica transazionale invece, tale approccio aiuta nella valutazione intrinseca poiché permette di misurare l'appetibilità dei vari investitori nei confronti di un'azienda o di un settore in un determinato momento del mercato²⁰⁰.

L'utilizzo dei multipli di mercato, e quindi il ricorso a valutazioni relative, negli ultimi decenni ha avuto un'ampia diffusione. Il loro successo deriva da alcuni fattori quali: lo sviluppo delle operazioni di fusione e acquisizione e del private equity, l'aumento dei prezzi in Borsa che hanno incrementato di conseguenza il livello dei multipli, dal peso crescente degli elementi intangibili e dal vantaggio informativo che ad essi si riconosce²⁰¹.

L'utilizzo dei multipli presuppone che aziende simili costituiscano un termine di paragone nei confronti di un'impresa da valutare poiché queste abbiano caratteristiche operative e finanziarie, livelli di performance e rischi simili.

Questa metodologia ha origine nei paesi anglosassoni, dove per la sua semplicità e facilità di reperire dati ed informazioni ha fin da subito avuto un forte successo. Non si può dire lo stesso in merito ai paesi europei, nei quali sia la dottrina che la pratica professionale hanno sempre espresso un giudizio poco positivo nei confronti di questo approccio. Le principali motivazioni derivano dal fatto che:

- I multipli si costruiscono sulla base di ipotesi troppo semplificatrici che non considerano tutte le informazioni sull'azienda;
- Trattandosi di prezzi e non di valori, questi risentono di circostanze transitorie o delle prospettive personali degli acquirenti;
- Può risultare difficile trovare aziende comparabili.

La posizione attuale in merito a questi approcci sembra essersi modificata e orientata verso più una situazione in cui si ritiene che i multipli appaiono poco utili e inadeguati se utilizzati da soli, ma che, se vengono impiegati con una funzione di supporto possono essere un ottimo parametro di confronto e di controllo.

²⁰⁰ Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *op. cit.*, p. 93

²⁰¹ Guatri L., Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 631

La valutazione tramite questi multipli consiste in una selezione di un universo di aziende ritenute comparabili al target da valutare e nell'analisi comparativa di queste sulla base di varie metriche finanziarie e operative²⁰².

L'uso di tale metodologia va però inserita all'interno di un processo di valutazione che riesca assicurare²⁰³:

- Un nesso causale tra la quantità aziendale e il prezzo;
- Che il nesso sia spiegabile sulla base di una formula di valutazione;
- Il multiplo sia ragionevolmente stabile nel tempo;
- Siano identificabili gli elementi in grado di motivare le differenze nei multipli fra imprese comparabili.

La selezione dell'universo delle imprese comparabili è quindi il punto di partenza per la valutazione tramite multipli. In alcuni settori questo può risultare facile e intuitivo, in altri invece risulta più difficile e pertanto risulta inevitabile avere una comprensione generale dell'impresa (in termini di settore, clientela, mercato target, prodotti e/o servizi, canali distributivi, posizionamento) e di tutte le sue caratteristiche operative e finanziarie.

Dopo aver selezionato tale universo, si calcolano le grandezze su cui i multipli di mercato si basano e cioè il valore del capitale netto e quello d'impresa. Il valore della capitalizzazione è dato dal prezzo delle azioni moltiplicato per il numero di azioni.

Concluso questo procedimento, per stimare il valore del capitale economico è sufficiente moltiplicare il multiplo alla corrispondente grandezza dell'impresa da valutare. Questo semplice calcolo implica che la grandezza utilizzata, relativa alla società oggetto di valutazione, sia perfettamente omogenea con quella corrispondente delle imprese prescelte per la comparazione e che tale parametro abbia una relazione direttamente proporzionale con il valore assegnabile all'azienda²⁰⁴.

Definito tale valore è possibile procedere con il calcolo dei multipli, i quali si suddividono in:

- *Multipli asset-side*, i quali presentano al denominatore voci che identificano la remunerazione degli investitori sia di equity che di debito, mentre il numeratore è costruito con il valore di mercato del capitale investito operativo;
- *Multipli equity-side*, il cui denominatore contiene voci che rappresentano un flusso ai soli apportatori di capitale di rischio e il numeratore è composto dal valore di mercato del capitale aziendale (patrimonio netto).

Queste condizioni sono necessarie poiché assicurano la coerenza fra numeratore e denominatore nella prospettiva di asset ed equity side.

²⁰² Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *op. cit.*, p. 93

²⁰³ Guatri L., Bini M., *op. cit.*, 2005, p. 631

²⁰⁴ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 36

I multipli più diffusi e utilizzati nel contesto M&A sono²⁰⁵:

- Il P/E (price to earnings) dato dal rapporto tra prezzo dell'azione e utile netto per azione. Esso esprime il prezzo che gli investitori sarebbero disposti a pagare per un euro di utili netti attuali o futuri. Viene utilizzato nelle aziende in fase di maturità che sono in grado di aumentare gli utili ad un tasso di crescita costante, mentre sono poco rilevanti per le imprese che hanno utili molto bassi. Una condizione necessaria è che le aziende abbiano un livello di indebitamento simile perché, se così non fosse, risulterebbe un multiplo poco efficace trattandosi di una prospettiva equity side.
- L'EV/EBITDA è il più utilizzato e quello che si adatta alla maggior parte dei settori. Tale parametro adotta una misura della redditività che esclude distorsioni negli ammortamenti oltre non essere condizionato da politiche fiscali. L'EBITDA è dato dall'utile a cui si sommano le imposte, gli interessi e gli ammortamenti.
- L'EV/EBIT è molto simile al precedente ma viene impiegato nelle società in cui il valore degli ammortamenti non è disponibile o in settori nei quali le imprese ricorrono a investimenti in capitale fisso in modo frequente e significativo.
- L'EV/SALES è meno diffuso dei precedenti ma viene adottato nei settori che effettuano investimenti e hanno una forte crescita.

Per essere paragonabili tra loro, le aziende che fanno parte dell'universo selezionato devono presentare le proprie metriche di performance finanziaria su una base "normalizzata", ovvero al netto di spese, plusvalenze e perdite che si rilevano nel conto economico come una tantum e che quindi non sono legate all'operatività dell'azienda. Allo stesso modo anche elementi derivanti da attività straordinarie necessitano di una particolare attenzione.

I multipli possono differenziarsi anche in relazione al tempo di riferimento del dato utilizzato al denominatore, si definiscono²⁰⁶:

- Multipli *current*, quelli che pongono al denominatore una grandezza tratta dall'ultimo bilancio;
- Multipli *trailing*, quando la grandezza è una media dei risultati dell'ultimo periodo;
- Multipli *leading*, se al denominatore si inserisce una grandezza calcolata mediando i risultati dell'esercizio in corso con quelli attesi per i prossimi esercizi;
- Multipli *forward*, quando si utilizzano multipli futuri attesi. Si applicano per stimare il valore terminale nei metodi finanziari.

²⁰⁵ Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *op. cit.*, p. 95

²⁰⁶ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 39

2.6.1 I multipli di transazioni precedenti

All'interno del contesto M&A i multipli di transazioni precedenti appaiono utili perché permettono di calcolare un prezzo potenziale di vendita per l'azienda target che incorpori anche il premio di controllo che un possibile acquirente sarebbe disposto a pagare. Questi multipli seguono le medesime caratteristiche dei precedenti, anche in termini di processo di definizione e calcolo del multiplo stesso. Si deve però in questo caso, considerare anche ulteriori fattori quali le condizioni del mercato e come le sue dinamiche possono influenzare il potere di acquisto dei vari buyer, il tipo di acquirente e i vari aspetti di una singola transazione, il processo di vendita e il corrispettivo di acquisto.

2.7 La valutazione delle aziende che partecipano alla fusione

Un aspetto molto importante del procedimento di realizzazione di una fusione è la determinazione del rapporto di concambio, il quale rappresenta il numero di azioni o quote della società incorporante o risultante dalla fusione che deve essere assegnato ai titolari delle azioni dell'incorporata o fusa.

Tale rapporto viene calcolato mediante la valutazione del capitale economico delle società che partecipano all'operazione.

In questo caso, l'obiettivo principale della valutazione è comprendere il rapporto esistente tra i valori delle aziende che aderiscono alla fusione e quindi quanto vale ciascuna di esse in rapporto dell'altra. In presenza di questa ipotesi, potrebbero essere utilizzati tutti i metodi che si ritengono validi, anche quelli con cui si perviene solo all'espressione analitica del valore finale attribuito, essendo rilevante, come ho già detto, la conoscenza di quanto ciascuna azienda vale rispetto all'altra piuttosto che la grandezza stimabile in assoluto per ciascuna di esse²⁰⁷.

La fusione deve inoltre generare un beneficio economico, tale per cui il valore dell'azienda dovrebbe essere superiore alla somma dei valori economici assegnabili alle singole imprese se fossero rimaste indipendenti. Questo valore delle singole aziende dovrebbe quindi essere determinato partendo dal valore economico complessivo, il quale andrebbe poi ripartito tra le imprese partecipanti alla fusione in proporzione al loro corrispondente contributo. Questa suddivisione nella pratica risulta difficile e poco praticabile per varie difficoltà che si riscontrano nella realtà e che renderebbero i risultati finali infondati e poco attendibili.

Nella prassi si rinuncia quindi a questa volontà di ripartire il beneficio dell'operazione sulla base del presunto concorso a tale maggior valore di ciascuna azienda, e la loro stima del capitale economico

²⁰⁷ Potito L., *op. cit.*, 2020, p. 96

si determina facendo quindi l'ipotesi della continuità del loro esistere come soggetti autonomi. In tal modo, si va dunque a stimare le singole aziende considerando il valore che ciascuna apporta nell'operazione di fusione²⁰⁸.

²⁰⁸ Potito L., *op. cit.*, 2020, pp. 98-99

CAPITOLO 3: L'ANALISI DEL MERCATO M&A IN ITALIA

3.1 Analisi del mercato M&A globale

Le operazioni di M&A avevano iniziato a diffondersi nel mondo degli affari già dalla fine dell'800 e, con l'avvento nei decenni successivi di un mercato sempre più internazionale e altamente competitivo, il loro utilizzo è diventato sempre più diffuso e necessario.

L'evoluzione dell'attività di M&A ha sempre avuto un andamento ciclico caratterizzato dall'alternanza di periodi di forte crescita con periodi di un basso numero e valore di queste operazioni. Ecco perché si parla della cosiddetta “*Wave Pattern*” caratterizzata dalle varie ondate (*waves*) che rappresentano l'evoluzione dell'attività di M&A nel secolo scorso e in quello attuale.

Secondo la letteratura e l'Autore²⁰⁹ si possono identificare cinque ondate relative al '900 e due dopo il Duemila. L'andamento del contesto globale è stato principalmente caratterizzato dal mercato M&A statunitense, al quale fanno riferimento soprattutto le prime due ondate. Quest'ultime, infatti, hanno dettato l'evoluzione e il ritmo di quelle successive, che hanno poi assunto una maggiore dimensione a livello geografico.

Le motivazioni per le quali ogni *wave* è esplosa o conclusa non è sempre di facile comprensione. Analizzando le varie ondate si comprende però come per ognuna sia possibile identificare degli elementi esplicativi che possano in parte spiegare le cause che le hanno scatenate e i fatti che successivamente hanno determinato il loro arresto. Sicuramente la presenza di un forte shock nell'ambiente in cui opera un'azienda e la presenza di disponibilità di fondi e capitale sono due elementi comuni che hanno fatto scaturire queste *waves* nei vari anni.

Di seguito si riepilogano e descrivono le sette ondate delle operazioni di fusioni ed acquisizioni che hanno contraddistinto il contesto globale fino ad oggi:

- La prima ondata (1893-1904) è caratterizzata da rilevanti processi di acquisizione e fusione orizzontale principalmente nel settore minerario e manifatturiero. Con queste operazioni, quindi, sono venuti a crearsi i primi “giganti” all'interno dell'industria dell'acciaio, telefonica, dell'estrazione mineraria, delle ferrovie e petrolifera. Questa fase si è conclusa a causa della promulgazione della prima legge antitrust al fine di combattere la diffusione dei monopoli che

²⁰⁹ Fasan M., *Le operazioni di acquisizione in Italia: effetti su corporate governance e performance*, Opera Prima, Casa Editrice RIREA, Volume n° 7, 2016, pp. 14-16

erano venuti a crearsi nel mercato, anche se con risultati non proprio immediati. Ulteriori motivazioni che hanno influito sulla fine di questa prima ondata di operazioni M&A sono state il crollo nel 1905 del mercato azionario e poi la minaccia dello scoppio della Prima Guerra Mondiale negli anni successivi.

- La seconda ondata (1919-1929) ha avuto inizio con la fine della Prima Guerra Mondiale. Il boom economico del dopoguerra ha fatto sì che si effettuassero numerose transazioni che hanno avuto come obiettivo il consolidamento delle posizioni delle aziende che si erano formate nella fase precedente attraverso dei processi di integrazione verticale. La disponibilità di fondi ha favorito lo sviluppo dell'economia americana e delle maggiori aziende manifatturiere ed automobilistiche. Questa seconda *wave* è stata interrotta dal crollo del mercato azionario e dalla crisi del 1929.
- La terza ondata (1965-1973) ebbe inizio a partire dagli anni '60, dopo la fine della Seconda Guerra Mondiale e successivamente agli anni di ricostruzione e ripresa che hanno caratterizzato il dopoguerra. Il focus delle prime due ondate era orientato nell'integrazione orizzontale e verticale mentre questa fase fu caratterizzata dalla diversificazione. Le imprese iniziarono dunque ad investire in settori diversi da quelli in cui già esistevano ed operavano, in quanto compresero che l'integrazione orizzontale e verticale non era considerata più uno strumento utile per espandersi e crescere. Fu la crisi petrolifera del 1973 a causare il rallentamento delle operazioni di M&A e a determinare la fine di questa terza *wave*.
- La quarta ondata (1981-1989) iniziò a seguito della ripresa dalla recessione economica che fu causata dalla crisi petrolifera degli anni Settanta. In questa fase l'Europa ebbe un ruolo attivista perché per la prima volta le imprese europee ebbero un forte interesse nell'acquisire quelle statunitensi. L'Europa si stava preparando all'idea di un mercato unico europeo e quindi doveva iniziare a crescere e a competere nel mercato internazionale. In questo periodo le banche d'investimento hanno avuto un ruolo fondamentale e le operazioni finanziarie (LBO) hanno caratterizzato tale ondata. Questa *wave* fu interrotta a causa dello scoppio della bolla speculativa nel 1987 e successivamente della crisi del mercato azionario del 1989.
- La quinta ondata (1993-2000) è stata la più grande fra tutte le precedenti in quanto ha raggiunto dimensioni globali. Si era convinti che la grandezza delle aziende fosse una caratteristica fondamentale per le imprese stesse nel creare valore e quindi si sono intraprese fusioni ed acquisizioni sempre più strategiche e mirate. La tendenza del mercato M&A in questa fase fu quella di svolgere le maggiori operazioni con l'impiego di azioni anziché di liquidità come nelle ondate precedenti. Questo processo si è concluso con lo scoppio della

“Millennium Bubble”, la famosa bolla di Internet, e la conseguente crisi dell’economia americana nel 2001 con retrocessioni in tutto il contesto globale.

- La sesta ondata (2003-2008) è la prima del nuovo secolo. Questa fase è senza dubbio ispirata ad un mercato sempre più globale; quindi, l’obiettivo delle acquisizioni è ora quello di ottenere aziende sempre più grandi e competitive in un’economia internazionale. Il Private equity ha avuto ruolo molto importante in questo periodo e i bassi tassi d’interesse presenti nel mercato hanno favorito nuovamente il diffondersi di operazioni LBO. La crisi dei mutui subprime e del mercato finanziario statunitense nel 2008 ha provocato la fine di questa fase e una difficile e profonda recessione di tutte le economie globali.
- La settima ondata (2012-2020) ha avuto come principali protagonisti i paesi del BRICS (Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica). L’Europa doveva ancora riprendersi dalla crisi economica del 2008 e la disoccupazione era uno dei principali problemi. L’Italia in particolare è stata assistita anche dalla crisi del debito sovrano del 2012 che ha messo ancora più in difficoltà un’economia e un contesto produttivo già molto debole e frammentato. Le imprese europee, dunque, non erano disposte ad effettuare operazioni di acquisizioni poiché la maggioranza di queste o erano in fase di insolvenza o non avevano liquidità da investire. Questo periodo fu interrotto dalla diffusione del Covid-19 che generò un blocco alle operazioni di M&A oltre che ad un arresto improvviso di tutta la produzione e ad una nuova crisi economica a livello mondiale.

3.2 Analisi del mercato produttivo in Italia

Tra le operazioni di M&A (acronimo dall’inglese di *Mergers and Acquisitions*) rientrano tutte quelle che noi comunemente definiamo fusioni ed acquisizioni. In senso più ampio questo termine inglese costituisce l’insieme delle operazioni straordinarie di crescita per linee esterne che hanno l’obiettivo di portare un profondo cambiamento dell’assetto societario ed operativo, della natura e del controllo delle società che vi aderiscono. Tali operazioni si caratterizzano per la loro caratteristica intrinseca della non replicabilità e della complessità procedurale, organizzativa e di gestione che ogni operazione richiede. Le conseguenze che ne derivano sono molteplici, tra cui vantaggi competitivi, economie di scala e di scopo, integrazione a monte o a valle, ingresso in nuovi mercati. Con il termine M&A si intendono quindi sia l’insieme delle attività grazie alle quali una società acquirente riesce ad

ottenere una partecipazione o il controllo di una società target, sia operazioni di cessione di quote della proprietà o di riacquisto dal mercato e di ristrutturazione aziendale²¹⁰.

Tra le principali tipologie di operazioni di M&A ricordiamo:

- Fusioni;
- Acquisizioni;
- Leveraged By Out
- Alleanze strategiche e joint venture;
- Cessioni;
- Acquisto di rimani d'azienda;
- IPO (quotazioni);
- Conferimenti;
- Scissioni;
- Ristrutturazioni aziendali.

Tali operazioni hanno un importante impatto economico sul tessuto produttivo del Paese e il loro obiettivo principale è focalizzato nel creare maggiore valore per le imprese che vi partecipano. Oltre alle società stesse che sono direttamente coinvolte, a trarne benefici sono anche altri soggetti, tra i quali: gli azionisti della società acquirente (detti anche *bidder*) e di quella acquisita (definiti anche *target*), banche e finanziatori terzi, obbligazionisti e altri portatori d'interesse.

Il tessuto produttivo italiano è caratterizzato dalla presenza prevalente di piccole e medie imprese (PMI), infatti secondo dati ISTAT, nel 2019 in Italia erano attive quasi 4,4 milioni di imprese non agricole, con 17,4 milioni di addetti. Oltre il 60% delle imprese aveva al più un solo addetto (in genere ditte individuali con il titolare lavoratore indipendente), e un ulteriore terzo della popolazione erano microimprese tra i 2 e i 9 addetti; questi due segmenti insieme occupavano circa 7,5 milioni di addetti. Le piccole imprese, tra i 10 e i 49 addetti erano quasi 200 mila e quelle medie e grandi 28mila, cioè meno dello 0,7%: queste ultime rappresentavano però più di un terzo dell'occupazione e oltre la metà del valore aggiunto prodotto²¹¹.

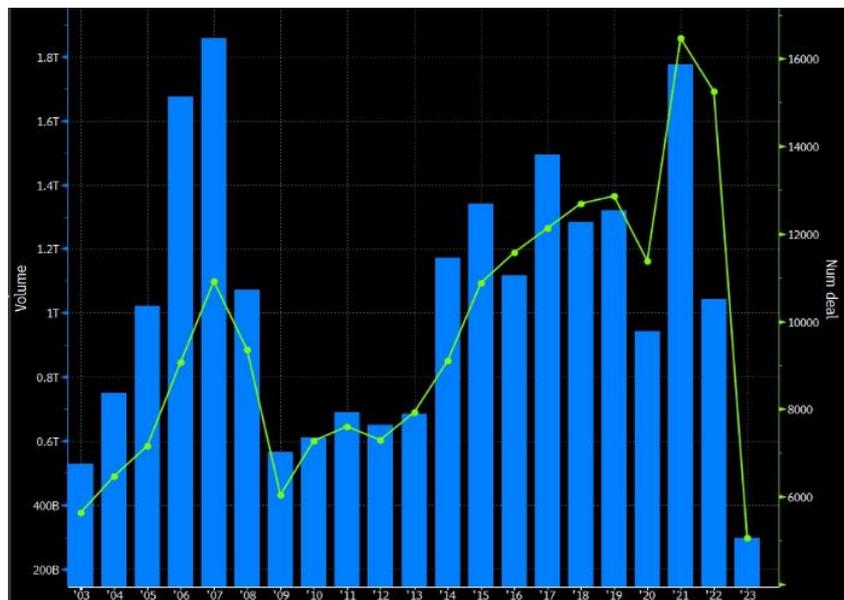
²¹⁰ Dallochio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *op. cit.*, pp. 4-5

²¹¹ ISTAT, *Rapporto sulle imprese 2021. Struttura, comportamenti e performance dal censimento permanente*, 2021, p. 12 <https://doi.org/10.1481/Istat.Rapportoimprese.2021>

3.3 Lo scenario pre-Covid-19 in Italia e in Europa

Da un'analisi dei dati effettuata su Bloomberg emerge un andamento della cosiddetta “*Merger Wave*” in costante crescita negli ultimi 20 anni in Europa (*Grafico 1*). La retta è rappresentativa del numero delle operazioni effettuate, mentre gli istogrammi sono rappresentativi dei volumi. Dalla rappresentazione grafica si nota come quest'ultimi siano legati al ciclo economico e quindi direttamente influenzati dai fattori macroeconomici che hanno interessato l'Europa e il nostro Paese nei vari anni. Ogni periodo di crescita e diminuzione dei vari segmenti e degli istogrammi rappresentano rispettivamente dei periodi di espansione o ripresa economica e dei periodi di crisi del mercato.

Grafico 1 – Andamento delle operazioni di M&A in Europa negli ultimi 20 anni



Fonte: Elaborazioni dati di Bloomberg

È possibile dunque osservare come i momenti di declino delle operazioni M&A in Europa siano avvenute tra il 2007 e 2009 e poi nel 2020 e 2022. In questi anni, in entrambi i casi, il ciclo economico ha assistito ad un momento di arresto, prima con la crisi dei mutui subprime e del sistema bancario che si è poi trasformata in una congiuntura del sistema economico e finanziario internazionale e 10 anni dopo con l'emergenza derivante dalla pandemia Covid-19. Quella del 2008-2010 era una crisi che possiamo definire di natura esogena, causata da fattori interni dell'economia. La recessione che ha interessato l'Europa anche negli anni successivi, è stata comunque meno rilevante dal punto di vista delle operazioni M&A che hanno iniziato ad avere una sensibile ripresa già da fine 2010 e nel

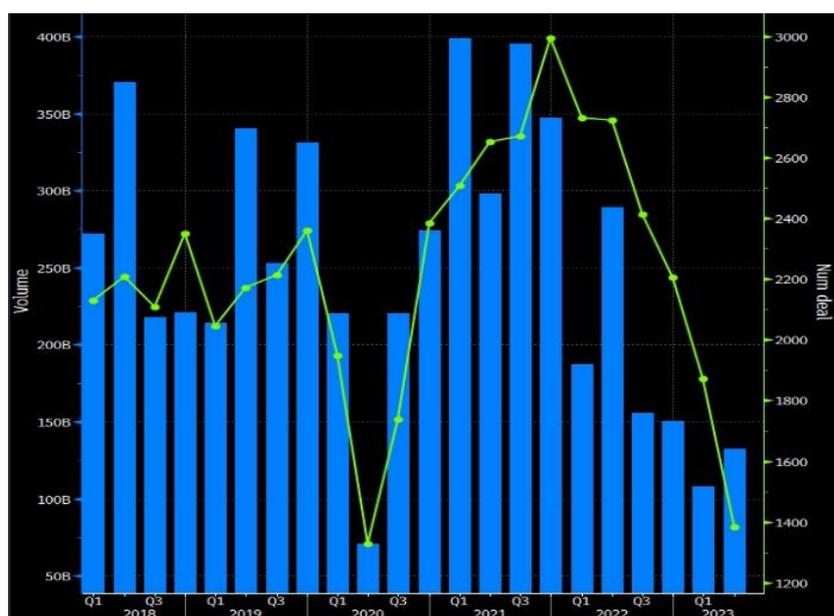
2011, la quale però è stata subito interrotta nel 2012 dalla crisi del debito sovrano che ha interessato principalmente l'Italia.

Dopo questo momento di difficoltà, dal grafico (*Grafico 1*) si denota come ci sia stato un periodo di crescita costante delle operazioni di fusione in Europa dal punto di vista del numero di operazioni; mentre, dal punto di vista dei volumi è stato più instabile, in quanto il volume dipende molto dai numeri delle società e dal fatturato delle imprese che effettuano le operazioni in uno specifico affare. Un secondo momento di declino della curva è avvenuto nel 2020, in prossimità dei vari lockdown imposti dai Governi al fine di fronteggiare e limitare il diffondersi dei casi di contagio che ormai si erano ampiamente diffusi in tutta Europa, in Italia in maniera particolare. Si è trattato di una crisi esogena, poiché non è stata causata da fattori derivanti dall'economia ma da un virus, che al fine di limitarne la sua propagazione, ha causato problemi economici determinati dal fatto che sono state imposte chiusure di attività e bloccata la produzione con un conseguente crollo dell'offerta e della domanda sia domestica che estera.

Il 2021 ha rappresentato l'anno della ripresa economica e questo lo dimostra anche il grafico sia dal punto di vista di numero di deal che di volumi. Il 2022 a livello di numero di operazioni è stato sostanzialmente costante, i volumi sono diminuiti probabilmente per effetto di operazioni tra imprese con ricavi minori. Una precisazione va fatta anche sul 2023, in quanto, apparentemente sembra ci sia stata una brusca decrescita. Essendo l'anno in corso, molte operazioni o non sono ancora state concluse o alcune devono ancora essere intraprese e avviate. Resta dunque un dato provvisorio proprio per i motivi appena definiti e pertanto l'andamento della "Merger Wave" relativa al 2023 nei prossimi mesi subirà delle modifiche e si stabilirà solo a posteriori con dei dati certi e definitivi.

Il periodo che va dal 2018 al 2023 viene rappresentato più dettagliatamente dal seguente grafico suddiviso per trimestri (*Grafico 2*), nel quale viene confermato quanto appena commentato relativamente all'anno 2020.

Grafico 2 – Andamento delle operazioni di M&A in Europa negli ultimi 5 anni



Fonte: Elaborazioni dati di Bloomberg

È possibile osservare come già dal 4° trimestre 2019 in prossimità dei primi casi di Covid-19 in Cina e del destarsi delle prime preoccupazioni per una possibile diffusione del virus in tutto il mondo, si sia assistito ad un rapido declino della curva, sia in termini di volumi che di numero di deal. Il picco più basso della curva è avvenuto nel 2° trimestre 2020 durante il primo lockdown e del blocco improvviso e totale della produzione con una riduzione di circa 500 operazioni in meno rispetto al trimestre precedente ed una contrazione dei volumi da 220 miliardi a 70 miliardi di dollari.

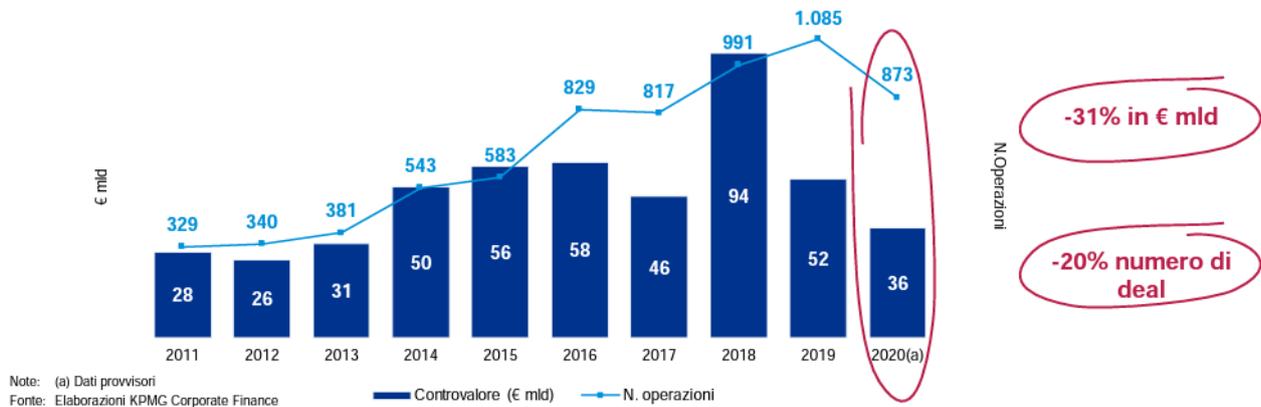
Già dal 3° trimestre 2022 è possibile notare una ricrescita della curva, in quanto molto probabilmente, a seguito delle difficoltà che molte imprese hanno dovuto affrontare, cercarono di aggregarsi e fondersi al fine di superare questo shock esogeno. Il trend di crescita positivo è rimasto costante anche per tutti i trimestri successivi e ha raggiunto il culmine nel 4° trimestre 2021, con circa 3.000 operazioni effettuate.

Nel 2023 sembra essersi rallentata questa crescita e che sia iniziato un progressivo declino, ma trattandosi di dati provvisori e dell'anno ancora in corso, ritengo sia troppo precoce esprimere un giudizio effettivo sull'andamento della curva in merito all'anno in questione, almeno per quanto riguarda il secondo semestre.

Secondo uno studio di KPMG, la tendenza del mercato in Italia, dopo anni di crescita chiude in forte calo nel 2020, a seguito del diffondersi della pandemia da Covid-19. L'emergenza ha rallentato la chiusura di operazioni già avviate e rimandato progetti che avrebbero dovuto realizzarsi determinando così una contrazione sia in termini di numero di operazioni (873 contro le 1.085 del 2019), sia in

termini di controvalore complessivo (36,2 miliardi di euro contro i 52,4 miliardi del 2019)²¹². Qui di seguito si riporta un grafico (*Grafico 3*) rappresentativo di quanto appena detto e del trend delle M&A in Italia fino al 2020.

Grafico 3 – L'evoluzione del mercato M&A in Italia



Da un'elaborazione di KPMG su dati di Mergermarket²¹³, il mercato italiano delle operazioni di M&A nel decennio precedente al Covid-19 quindi dal 2010 al 2019, è stato suddiviso in due periodi. Dal 2010 al 2014, gli investimenti esteri in Italia, i cosiddetti *inbound M&A*, sono stati maggiori sia in termini di numero che di volumi (118 operazioni per un valore di 75 miliardi di euro) rispetto agli investimenti italiani all'estero, gli *outbound M&A* (66 operazioni per valore di 24 miliardi di euro). Nel secondo periodo invece, dal 2015 al 2019, gli *outbound M&A* hanno avuto una contrazione fino al 2016 per invertire il trend nel 2017 e 2018. Le operazioni di *inbound M&A* hanno continuato l'evoluzione degli anni precedenti e sono in continua crescita, mantenendosi sempre superiori agli *outbound*.

L'economia estera si riprese prima rispetto a quella italiana dalla crisi del 2008 e i Paesi stranieri furono disposti prima ad investire in altri. Il fatto che imprese estere investano nel nostro Paese è sicuramente un dato positivo per l'economia italiana. Resta comunque importante e fondamentale al fine di rimanere competitivi nel mercato internazionale, che anche le società italiane effettuino investimenti in Paesi esteri per diversificare il loro business o per diventare più solide e crescere.

²¹² Il mercato M&A in Italia, KPMG, 2021

²¹³ Trattasi di un database specialista in intelligence di fusioni e acquisizioni

3.4 La crisi del Covid-19: lo scenario nazionale e internazionale

Lo scoppio della pandemia da Covid-19 ha messo in grossa difficoltà le imprese del nostro territorio a causa del blocco improvviso della produzione, della chiusura forzata dei locali imposta dai vari DPCM emanati dal Governo e dell'incertezza costante che si percepiva in quanto era difficile comprendere quando e come la situazione avrebbe potuto ripristinarsi e tornare alla normalità.

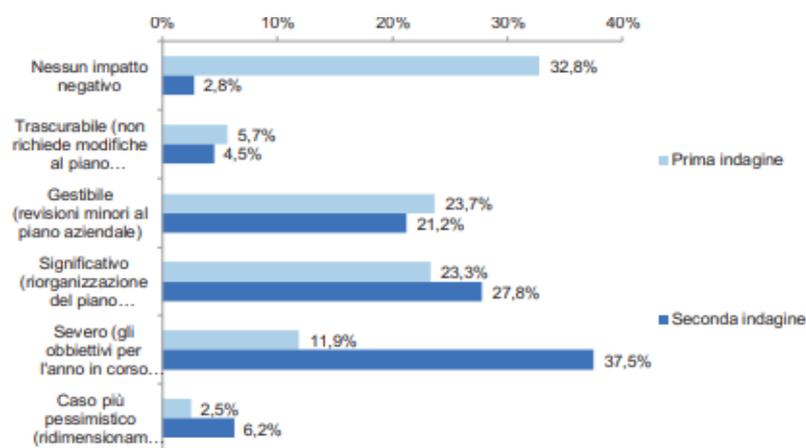
Confindustria ha effettuato due indagini, la prima all'inizio della pandemia (26 febbraio 2020) e la seconda il 4 aprile 2020 per studiare gli effetti del Covid-19 sulle imprese italiane. Sebbene siano state due indagini abbastanza ravvicinate, i risultati emersi sono stati ben diversi ed in senso peggiorativo. I due fattori principali che hanno fatto sì che lo scenario per le imprese italiane deteriorasse notevolmente sono stati, prima di tutto, l'applicazione delle misure di distanziamento sociale adottate per contenere il diffondersi dell'epidemia; in secondo luogo, il diffondersi su scala più vasta dell'epidemia, che proprio a partire dall'11 marzo è stata dichiarata pandemia dall'OMS²¹⁴. I risultati ottenuti in questa indagine effettuata da parte di Confindustria vengono di seguito sintetizzati in un grafico (*Grafico 4*).

Il campione di dati ottenuto è rappresentativo dei seguenti aspetti che sono stati considerati:

- Lo stato di apertura/chiusura delle aziende e le attuali modalità di gestione del personale;
- la percentuale di dipendenti che potrebbe usufruire di ammortizzatori sociali;
- quale sia stata l'entità del danno subito dalle imprese, nel mese di marzo 2020, rispetto alla normalità,
- in che misura ne abbiano risentito il fatturato e le ore lavorate;
- i danni relativi alla cancellazione di fiere o eventi promozionali;
- l'analisi degli elementi legati al calo della domanda e quelli connessi alle difficoltà di gestione dell'attività da parte delle imprese;
- le strategie che le aziende ritengono sia opportuno mettere in atto per fronteggiare la crisi.

²¹⁴ Confindustria, *Seconda edizione dell'indagine sugli effetti della pandemia da Covid-19 per le imprese italiane*, 2020

Grafico 4 - Confronto con la prima indagine Confindustria dei danni imputabili al Covid-19 (in media rispetto a marzo 2019)



Domanda: In riferimento al solo mese di marzo 2020, indichi, a suo parere, la rilevanza degli effetti negativi sulla sua azienda, della diffusione del Covid-19

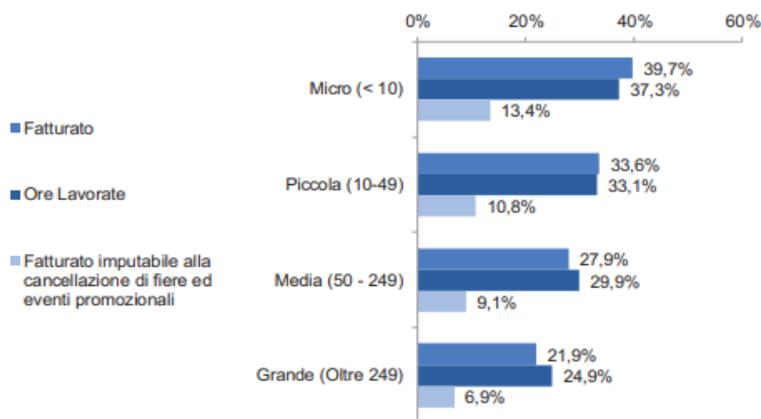
Fonte: Confindustria, *Seconda edizione dell'indagine sugli effetti della pandemia da Covid-19 per le imprese italiane*, 2020

Appare dunque evidente come la situazione abbia subito un netto peggioramento, sia in termini di aumento dei casi più pessimistici, dal 2,5% al 6,2%, ma anche in termini opposti ovvero le imprese che nella prima indagine ritenevano di non aver subito impatti negativi con il Covid-19 sono state il 32,8% degli intervistati, nella seconda indagine questa percentuale si è drasticamente ridotta al 2,8%. Questo peggioramento è stato dovuto anche dal fatto che i timori e le incertezze che si percepivano all'inizio della pandemia e derivanti dalla contrazione della domanda nel mercato, sia nazionale che internazionale, sono diventate poi reali. Ulteriori giustificazioni derivano dalle limitazioni nella vendita dei prodotti dovute alle chiusure dei locali ed attività, con conseguenti problematiche relative all'aumento delle insolvenze nei pagamenti di clienti e fornitori che si ripercuotono poi nella difficoltà di sostenere i costi fissi e di produzione per le imprese stesse.

Come ho già espresso precedentemente, il nostro Paese è caratterizzato principalmente da piccole e medie imprese. Sono state proprio quest'ultime ad essere quelle più colpite dagli effetti negativi della pandemia. Le motivazioni possono essere innumerevoli e anche variare da imprese ad imprese o dai settori, ma ritengo che quelle comuni possano essere la minor disponibilità di fondi liquidi, il fatto che spesso si tratti di imprese a conduzione familiare o artigianali o di società con un solo addetto (il titolare stesso); una minor capacità di far fronte a problematiche e cambiamenti "rivoluzionari" poiché è insita una minore elasticità nella struttura e nel business delle società e i titolari spesso non perseguono una strategia gestionale e produttiva che permetta, in caso di crisi o difficoltà, di intervenire al fine di gestire la situazione nel miglior modo possibile per ridurre gli effetti negativi sul proprio business. La conferma di quanto appena detto, arriva anche da parte dell'indagine di

Confindustria, la quale evidenzia in un grafico (*Grafico 5*) come siano state le microimprese sotto i dieci dipendenti a risultare le più colpite, con una diminuzione media del 39,7% del fatturato e del 37,3% delle ore lavorate. L'impatto medio diminuisce all'aumentare delle dimensioni dell'azienda, con l'impatto sul fatturato che scende a una diminuzione del 21,9% per le grandi imprese.

Grafico 5 - Diminuzione percentuale imputabile al Covid-19 per dimensione d'impresa



Domanda: Se ha avuto un impatto negativo, in riferimento al solo mese di marzo 2020, può quantificare il calo percentuale delle seguenti variabili, imputabile agli effetti del Covid-19 rispetto alla normalità (esempio marzo 2019)? [del fatturato, delle ore lavorate]; Se sì, può indicare la riduzione percentuale del fatturato di questo anno imputabile alla mancata partecipazione/cancellazione di tali fiere o eventi promozionali?

Fonte: Confindustria, *Seconda edizione dell'indagine sugli effetti della pandemia da Covid-19 per le imprese italiane*, 2020

Per far fronte alle difficoltà prodotte prima dalla crisi finanziaria internazionale del 2007-2009 e poi dall'emergenza sanitaria, questi shock esterni si sono sovrapposti a tendenze di più lungo periodo che impongono alle imprese la ricerca di un diverso equilibrio fra le esigenze di redditività economica e gli obiettivi di sostenibilità ambientale, sociale e di governance. L'evidenza empirica mostra una tendenza sempre maggiore delle imprese italiane alla collaborazione e all'utilizzo di forme di aggregazione più o meno formalizzata. Ciò è il risultato dell'importanza del networking fra imprese per condividere conoscenza e innovazione e per raggiungere economie di scala in specifiche funzioni²¹⁵.

Le potenzialità delle aggregazioni risiedono quindi nel fatto che, per le piccole imprese a conduzione familiare, esse generano un cambiamento nella gestione e nella proprietà senza limitare la capacità di innovazione e di crescita delle imprese. Le aggregazioni, dunque, consentono anche alle piccole imprese di crescere rapidamente in mercati o contesti che da sole non sarebbero in grado di raggiungere o non riuscirebbero in quando imprese di maggiori dimensioni sono già affermate e non permetterebbero l'ingresso a nuovi concorrenti.

²¹⁵ Altovalore, Università politecnica delle Marche, Fondazione Aristide Merloni, *Fusioni e acquisizioni di impresa in Italia e nelle Marche. Tendenze, opportunità e questioni aperte*, 2022

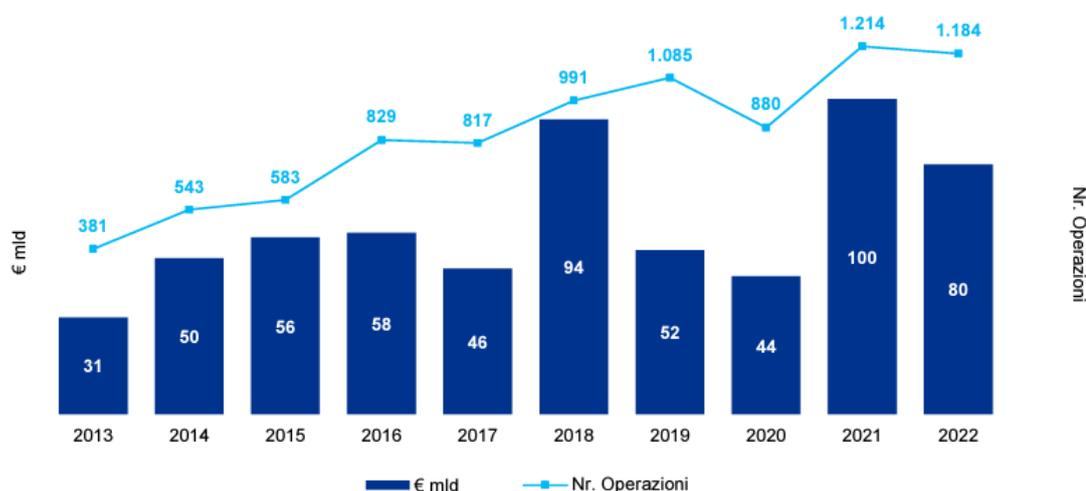
3.5 Riflessi della crisi post-pandemica sulle operazioni M&A nel 2021 e 2022

Nel rapporto *Mergers and Acquisitions* effettuato da KPMG nel 2022, il mercato italiano M&A, nonostante le incertezze nello scenario macroeconomico e geopolitico, ha dimostrato un importante grado di resilienza. Nel 2022, sono state concluse 1.184 operazioni (-2,5% rispetto alle 1.214 operazioni dello stesso periodo dello scorso anno) per un controvalore pari a circa 80 miliardi di euro, rispetto ai 100 miliardi del 2021²¹⁶.

Il 2022 è stato un anno particolarmente attivo per gli investitori esteri che hanno mostrato il loro interesse per le realtà nazionali e questo per il nostro Paese è stato un segnale molto positivo. Si sono registrate 421 operazioni (+15% rispetto al 2021) per un controvalore di circa 29 miliardi di euro (+67% rispetto ai 17 miliardi del 2021).

Il trend del mercato M&A in Italia dal 2013 al 2022 è rappresentato nel seguente grafico (*Grafico 6*). Viene anche in questo caso evidenziato come negli anni ci sia stata una costante crescita di tali operazioni, la quale ha subito un forte calo, soprattutto in termini di volumi, nel 2020 durante i vari lockdown, per poi avere un rapido rialzo e riprendersi nel 2021, e mantenersi inoltre sostanzialmente stabile nel 2022.

Grafico 6 – Il trend del mercato M&A in Italia



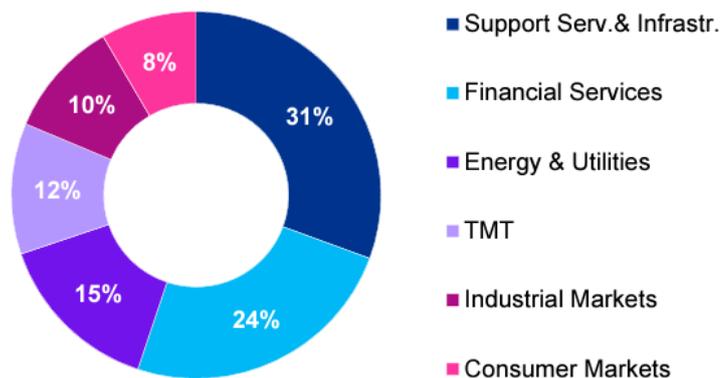
Note: dato aggiornato al 19/12/2022.

Fonte: KPMG Corporate Finance.

²¹⁶ KPMG (2023), *Mercato M&A in Italia nel 2022: il rapporto KPMG*

I settori nei quali sono insediate principalmente le imprese target del 2022 sono riepilogate nel seguente grafico a torta (*Grafico 7*) nel quale si nota come i servizi di supporto e infrastrutture (31%) ed i servizi finanziari (24%) siano i più diffusi, seguiti poi dall'energia (15%), il settore della tecnologia, media e telecomunicazioni (12%), commercio all'ingrosso (10%) e al dettaglio (8%).

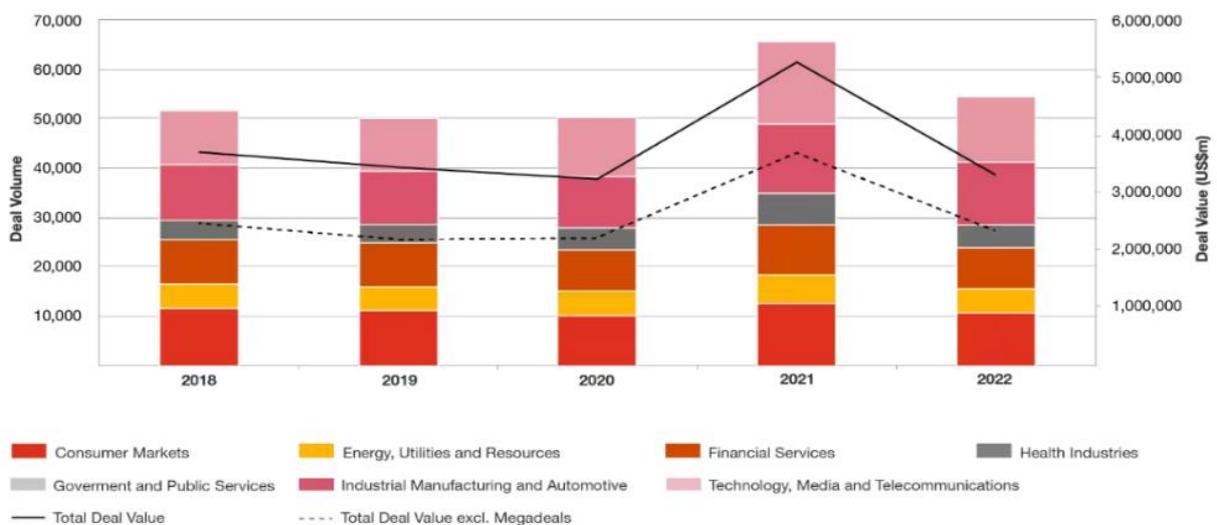
Grafico 7 – I principali settori delle imprese target nel 2022



Note: dato aggiornato al 19/12/2022.
Fonte: KPMG Corporate Finance.

Il grafico di seguito riportato (*Grafico 8*) dimostra come a livello globale, dopo un forte rialzo delle operazioni di M&A nel 2021, il 2022 abbia avuto un calo sia a livello di volumi che di valore (rispettivamente del 17% e 37%), restando però al di sopra del 2020²¹⁷.

Grafico 8 – L'andamento del mercato M&A nel mondo dal 2018 al 2022

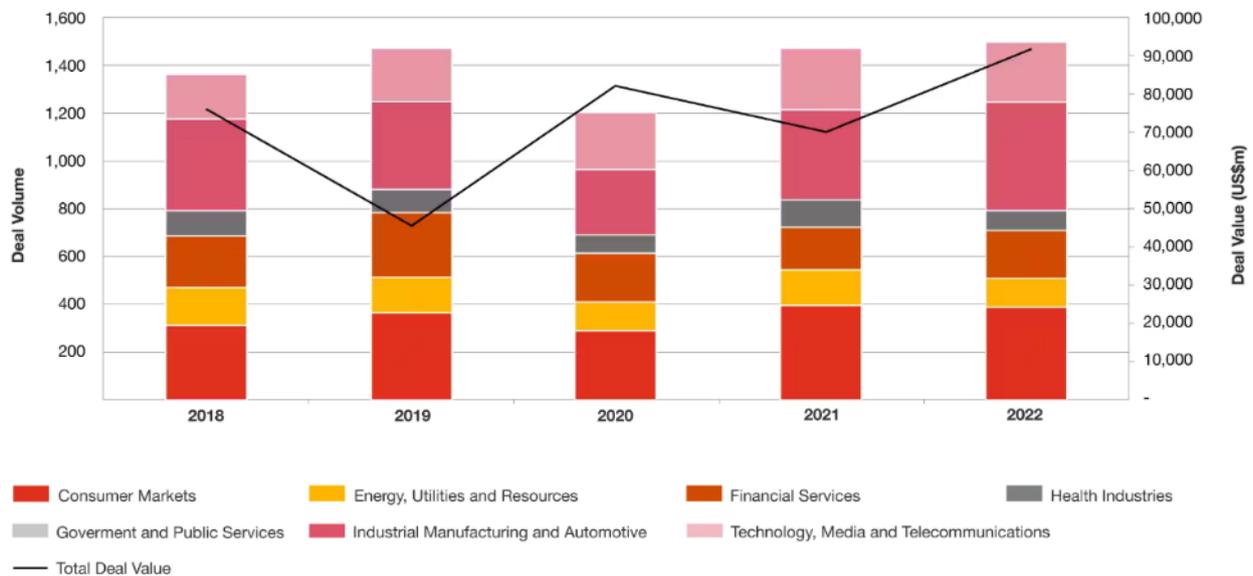


Fonte: Analisi PwC realizzata su dati Refinitiv basati su transazioni annunciate. Il controvalore dell'operazione è disponibile per c.30% delle operazioni a livello Mondo e c. 25% a livello Italia.

²¹⁷ Global and Italian M&A Trends 2022 e Outlook 2023, PwC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>, consultato il 14.06.2023

Confrontando i dati globali con quelli relativi all'Italia, si nota come nel *Grafico 9*, in controtendenza con il quadro generale e mondiale, in Italia le operazioni di M&A nel 2022 sono aumentate sia a volumi (+ 2% vs 2021 con 1.500 operazioni annunciate) che a valore (+41% vs 2021)²¹⁸.

Grafico 9 – L'andamento del mercato M&A in Italia dal 2018 al 2022



Fonte: Analisi PwC realizzata su dati Refinitiv basati su transazioni annunciate. Il controvalore dell'operazione è disponibile per c.30% delle operazioni a livello Mondo e c. 25% a livello Italia.

Nel 2022 le operazioni M&A a livello globale sono calate sia a volumi (-17% vs 2021) che a valore (-37% vs 2021). L'area EMEA si è dimostrata più resiliente, con 20.000 operazioni registrate nel 2022 (+17% vs 2019 pre-pandemia), mentre l'Italia, come appena detto, è in controtendenza con le operazioni annunciate in crescita sia a volumi che a valore. Industrial Manufacturing & Automotive (+18% a volumi vs 2021) e Consumer markets (+71% a valore vs 2021) sono stati i settori più performanti in Italia²¹⁹.

3.6 Un'analisi più dettagliata sulle operazioni in Italia

Dalla banca dati di Aida, ho effettuato una ricerca selezionando un campione di società che sono state fuse tra il 2021 e il 2022 in Italia.

²¹⁸ Global and Italian M&A Trends 2022 e Outlook 2023, PWC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>, consultato il 14.06.2023

²¹⁹ Global and Italian M&A Trends 2022 e Outlook 2023, PWC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

Di seguito riporto delle tabelle contenenti i dati estratti dal database e rielaborati al fine di comprendere e analizzare meglio le società che sono state fuse. Dal campione di dati complessivo, ho selezionato solo le società in cui ultimo bilancio disponibile risale al 31.12.2021 e 31.12.2022, in modo da considerare solo le società che sono state acquisite in questi 2 anni. Nella tabella (*Tabella 1*) si comprende in quali macrocategorie di attività sono avvenute più operazioni di fusione e in queste rientrano: attività immobiliari, commercio all'ingrosso e al dettaglio, attività manifatturiere, attività professionali scientifiche e tecniche, costruzioni, attività finanziarie ed assicurative, servizi di informazione e comunicazione, fornitura di energia elettrica, gas e assistenza sanitaria e sociale.

Questi settori sono abbastanza in linea con quelli individuati da KPMG e da PwC nei loro studi e precedentemente illustrati anche nei grafici (*Grafico 7 e 9*). Si tratta dunque di settori o di macrocategorie di attività nei quali le opportunità di crescita del contesto e le sinergie che ne possono derivare, incentivano tali forme di aggregazione. Personalmente escluderei che le società in tali ambiti si fondano principalmente per motivazioni considerate "pessimistiche", come perché in crisi o perché non riescono far fronte agli investimenti necessari a svilupparsi. In presenza però di tali circostanze, appare evidente che una delle possibili soluzioni è quella di farsi incorporare da altre società più grandi e più solide che possano permettergli di sopravvivere alle sfide del mercato. Per maggiori dettagli sulla composizione dei settori e la numerosità delle società che sono stati raggruppati in queste macrocategorie si rimanda alla fine del capitolo nell'*Appendice A*.

Tabella 1 – Conteggio di società suddivise per macrocategorie

Codice Ateco livello superiore	Descrizione macrocategorie codice Ateco	Conteggio di ragione sociale		
		2021	2022	Totale
L	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	836	51	887
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO, RIPARAZIONI DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	560	42	602
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	558	37	595
M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	466	35	501
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	425	22	447
F	COSTRUZIONI	404	18	422
J	SERVIZI DI COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE	312	49	361
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	177	12	189
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	169	15	184
Q	SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE	168	3	171
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	155	5	160
H	TRASPORTO E MAGAZINAGGIO	95	4	99
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	72	5	77

R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	43	6	49
E	FORNITURA DI ACQUA, RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	25	3	28
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	21	3	24
B	ESTRAZIONI DI MINERALI DA CAVE E MINERIE	13		13
P	ISTRUZIONE	10	1	11
Totale complessivo		4509	311	4820

Nella tabella di seguito (*Tabella 2*) inserita invece, ho cercato di rielaborare i dati sempre raggruppandoli per il Codice ATECO di livello superiore, in modo da considerare le macrocategorie di attività, e poi costruito la tabella in modo tale da far emergere i ricavi che queste producevano. Ovviamente il valore dei ricavi è la somma di tutti i fatturati delle società che sono state fuse nel 2021 o nel 2022 e che appartengono a quella macrocategoria secondo il loro codice ATECO.

Per maggiori dettagli sul fatturato all'interno di ogni macrocategoria di attività si rimanda alla fine del capitolo nell'*Appendice B*.

Nell'ultima colonna della tabella è stata inserita la differenza tra il fatturato del 2021 con il 2022: nelle macrocategorie in cui si osserva una differenza positiva significa che c'è stato un aumento del fatturato per le imprese che appartengono a quella macrocategoria di settori e quindi anche un incremento del valore di tali operazioni. Tale situazione si è verificata solamente nell'ambito della fornitura di energia elettrica, gas e vapore probabilmente dovuta sia allo scoppio della guerra russo-ucraina ma anche dalla persistente necessità di bombole di ossigeno negli ospedali per i gravi infetti dal Covid-19. In tutte le altre macrocategorie di settori la differenza è stata negativa, per cui il maggior valore delle operazioni è avvenuto nel 2021 per poi sostanzialmente stabilizzarsi o ridursi in maniera più o meno marcata nel 2022 a seconda del settore.

Tabella 2 – Distinzione del fatturato nel 2021 e 2022 all'interno delle macrocategorie di attività

Codice Ateco livello superiore	Descrizione Codice Ateco	Ricavi di vendita			Differenza 2021 vs 2022
		2021	2022	Totale complessivo	
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	7.173.659	271.769	7.445.428	- 6.901.890
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO, RIPARAZIONI DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	5.015.281	202.078	5.217.360	- 4.813.203
J	SERVIZI DI COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE	3.156.233	213.917	3.370.150	- 2.942.316
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	2.279.538	150.974	2.430.512	- 2.128.565
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	1.129.371	2.850.708	3.980.079	1.721.337

M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	828.694	88.800	917.494	- 739.895
F	COSTRUZIONI	593.369	16.849	610.218	- 576.520
H	TRASPORTO E MAGAZINAGGIO	554.470	321.760	876.231	- 232.710
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	380.992	38.696	419.688	- 342.296
L	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	374.402	13.795	388.197	- 360.607
R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	371.594	9.745	381.339	- 361.850
Q	SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE	341.296	4.846	346.141	- 336.450
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	309.886	11.590	321.476	- 298.297
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	118.741	68.552	187.293	- 50.189
E	FORNITURA DI ACQUA, RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	107.447	50.765	158.212	- 56.682
B	ESTRAZIONI DI MINERALI DA CAVE E MINERIE	91.073		91.073	- 91.073
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	19.838	3.755	23.593	- 16.083
P	ISTRUZIONE	4.262	907	5.168	- 3.355
Totale complessivo		22.850.148	4.319.505	27.169.653	- 18.530.643

Anche in questo caso, in accordo con quanto già analizzato da KPMG e PwC, i settori nei quali le imprese hanno effettuato i maggiori fatturati tra il 2021 e il 2022 e si sono registrate più operazioni di fusione sono stati quelli dell'industria manifatturiera e automobilistica, dell'industria dell'energia elettrica e gas, dell'industria e consulenza informatica, produzione di software, commercio all'ingrosso e al dettaglio e attività di servizi finanziari.

Tabella 3 – Suddivisione delle aziende appartenenti alle macrocategorie in base al risultato d'esercizio

ATECO livello superiore	Descrizione	Somma di UTILE 2021	Somma di PERDITA 2021	Somma di UTILE 2022	Somma di PERDITA 2022
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	1.730.889.747	- 224.595	105.870.525	- 207.039
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	311.619.891	- 1.960.323	45.606.202	- 715.471
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	300.629.638	- 10.917	56.872.481	-

J	SERVIZI DI COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE	223.248.483	- 2.717.145	22.273.869	- 33.695.073
M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	197.154.245	-583.618	13.678.867	- 643.152
L	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	178.874.971	-751.678	5.667.967	- 2.471.825
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO, RIPARAZIONI DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	143.455.539	- 2.527.604	17.920.543	- 288.235
R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	93.644.280	- 335.365	2.873.983	- 128.239
B	ESTRAZIONI DI MINERALI DA CAVE E MINERIE	81.617.873	-	-	-
F	COSTRUZIONI	76.870.171	- 118.662	21.760.583	- 250.011
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	51.061.422	-335.975	12.753.970	- 6.987
Q	SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE	22.652.176	-	5.019	- 342.233
H	TRASPORTO E MAGAZINAGGIO	17.698.646	- 26.696	1.288.046	-
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	11.166.203	- 28.829	1.804.298	- 22.502
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	5.982.425	-	239.828	-
E	FORNITURA DI ACQUA, RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	5.348.496	-31.467	605.062	-
P	ISTRUZIONE	1.143.697	-	83.379	-
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	1.132.766	-	1.193.663	- 5.184
Totale complessivo		3.454.190.669	- 9.652.874	310.498.285	- 38.775.951

Nella tabella precedente (*Tabella 3*) sono stati riepilogati in dati in modo da far emergere in quali settori sono stati rilevati gli utili o le perdite maggiori. Come è possibile osservare le macroaree di attività per le quali si sono rilevate le maggiori operazioni di fusione sono le stesse che nel 2021 o nel 2022 hanno realizzato un risultato d'esercizio positivo. C'è quindi una sorta di correlazione positiva tra questi due elementi: settori che rilevano utili molto positivi dalle varie aziende che vi operano sono gli stessi che effettuano i numeri più alti di operazioni di M&A in termini di deal e di volumi. Dall'elaborazione dei dati estrapolati da Aida emerge dunque che i servizi finanziari, la fornitura dell'energia elettrica e gas, le attività immobiliari, l'attività manifatturiera, le attività professionali, scientifiche e tecniche, e il commercio all'ingrosso sono i macrosettori nei quali le imprese che vi

operano realizzano i più rilevanti utili d'esercizio, in particolar modo nel 2021, anno in cui come abbiamo osservato nella *Tabella 2* sono avvenute le operazioni con valore più rilevante.

Per maggiori dettagli sul risultato d'esercizio all'interno di ogni macrocategoria di attività si rimanda alla fine del capitolo nell'*Appendice C*.

Il settore che nel 2022 rileva le maggiori perdite è quello informatico, dei servizi di informazione e delle comunicazioni. La perdita di 33,6 milioni rappresenta circa l'85% del totale delle perdite 2022. Questi valori ritengo possano essere spiegati dal fatto che, a seguito della pandemia e del diffondersi a partire dal 2020 dello smart-working, la necessità di strumenti informatici, software e attività di consulenza e supporto informatico, dopo il picco del 2020 e 2021, abbia iniziato avere un rallentamento nel 2022. Le aziende che operano in questi settori, in termini assoluti, rispetto al biennio precedente, hanno avuto quindi una contrazione del valore della produzione, che in presenza di invariati costi fissi, ha determinato un risultato d'esercizio meno proficuo.

Tabella 4 – *Fatturato medio per operazione*

Codice Ateco livello superiore	Descrizione Codice Ateco	Fatturato medio per operazione (2021)	Fatturato medio per operazione (2022)
D	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	6.683	190.047
H	TRASPORTO E MAGAZINAGGIO	5.837	80.440
E	FORNITURA DI ACQUA, RETI FOGNARIE, ATTIVITÀ DI GESTIONE DEI RIFIUTI E RISANAMENTO	4.298	16.922
A	AGRICOLTURA, SILVICOLTURA E PESCA	1.649	13.710
C	ATTIVITÀ MANIFATTURIERE	12.856	7.345
K	ATTIVITÀ FINANZIARIE E ASSICURATIVE	5.364	6.862
G	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO, RIPARAZIONI DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	8.956	4.811
J	SERVIZI DI COMUNICAZIONE E INFORMAZIONE	10.116	4.366
N	NOLEGGIO, AGENZIE DI VIAGGIO, SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	2.152	3.225
M	ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	1.778	2.537
I	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI ALLOGGIO E DI RISTORAZIONE	1.999	2.318
R	ATTIVITÀ ARTISTICHE, SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DIVERTIMENTO	8.642	1.624
Q	SANITÀ E ASSISTENZA SOCIALE	2.032	1.615
S	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI	945	1.252
F	COSTRUZIONI	1.469	936
P	ISTRUZIONE	426	907
L	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	448	270
B	ESTRAZIONI DI MINERALI DA CAVE E MINERIE	7.006	-

Nella *Tabella 4* sono stati rielaborati i dati in modo da evidenziare il fatturato medio per operazione (ricavi / numero società). Nel 2022 il dato più rilevante in termini di fatturato medio deriva dal settore della fornitura di energia elettrica, gas e vapore: nonostante, come abbiamo visto nella *Tabella 1 e 2*, le operazioni in tale industria erano diminuite a livello di numero tra un anno e l'altro (169 del 2021 vs 15 del 2022) ma aumentate in termini di fatturato (1.129.000 del 2021 vs 2.850.000 del 2022). Sono state dunque rilevate operazioni con un fatturato medio molto più elevato rispetto al 2021 proprio per il fatto che il numero di operazioni si è ridotto ma i ricavi che queste hanno generato nell'anno sono stati maggiori e quindi più produttive. Stesso ragionamento vale per il settore dei trasporti, il quale ha generato un fatturato medio elevato poiché i ricavi si sono ridotti ma soprattutto il numero di operazioni effettuate, determinando così un forte aumento nel dato medio che è passato da 5.837 nel 2021 a 80.440 nel 2022.

Per quanto riguarda il 2021, i settori di attività più rilevanti in termini di fatturato medio per operazione è stato quello manifatturiero e dei servizi di comunicazioni e informazione. In entrambi i casi, sia i ricavi che il numero di operazioni sono stati più elevati nel 2021 rispetto al 2022 e questo ha definito nel primo anno un maggior fatturato medio (12.850 euro) rispetto all'anno successivo che è poi diminuito (10.110 euro).

3.7 Scenari futuri per il 2023

Secondo l'opinione di PwC, le aspettative per il 2023 ci indirizzano sul fatto che l'anno in corso sarà caratterizzato da un'attività di M&A più "strategica", focalizzata su acquisizioni di competenze distintive di medio periodo, sia da parte di investitori industriali che di fondi di private equity, con una concentrazione di operazioni nel secondo semestre dell'anno. Il mercato guarderà con attenzione le politiche monetarie delle banche centrali in merito ai tassi di interesse per cogliere segnali di maggiore stabilità. Le attività di M&A avranno anche un forte focus finanziario, collegato al tema della profittabilità e della capacità di generare cash flow nel breve-medio periodo da parte dei target. Si valuteranno soprattutto le sinergie endogene con maggiore interesse sulle leve di ottimizzazione dei costi, piuttosto che sull'espansione in nuovi mercati.

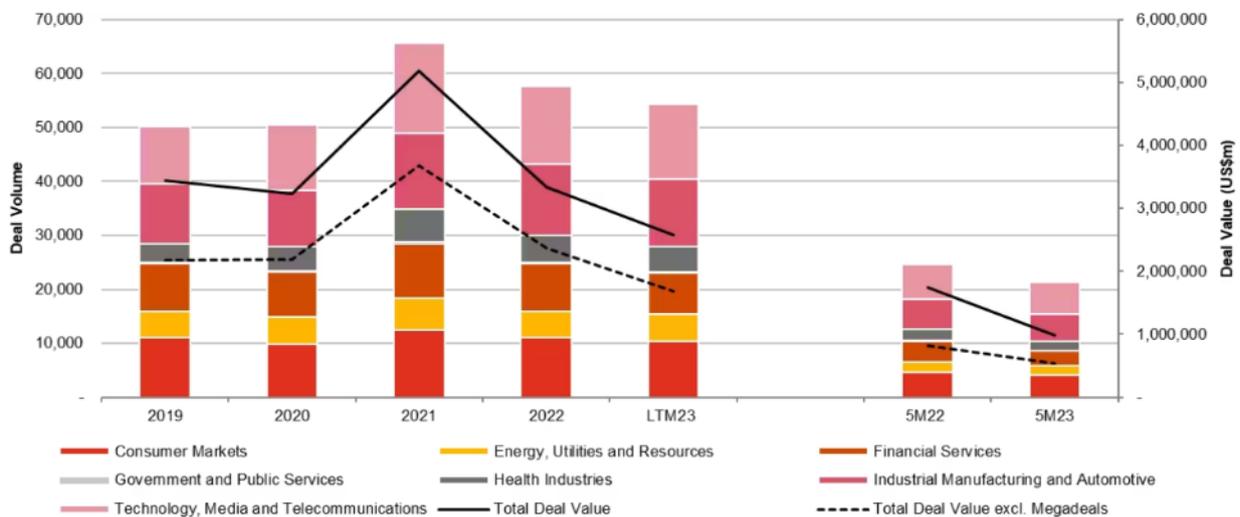
Un'analisi più recente effettuata sempre da PwC²²⁰ nel 2023, il mercato M&A a livello mondiale ha subito un calo nei primi 5 mesi dell'anno, sia a livello di volumi che di valore, rispettivamente del -13% e del -44%. Questo può essere causato dall'incertezza generata dalla guerra Russia-Ucraina, dai

²²⁰ PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PwC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>, consultato il 14/08/2023

tassi d'interesse elevati e dalla pressione inflazionistica che suscitano il timore di una recessione generalizzata. Gli esperti ritengono che questa contrazione a valore sia influenzata dall'assenza di mega-deals, mentre ritengono che quella a volumi sia più limitata grazie ad un sostanziale livello di attività M&A di middle-market.

Di seguito viene rappresentato un grafico (*Grafico 10*) che illustra quanto appena detto e di come sia stata la tendenza delle operazioni di M&A, in termini di volumi e di valore, dal 2019 ai primi 5 mesi del 2023. Viene anche rappresentato, di lato, il confronto delle operazioni effettuate nei primi mesi del 2022 con quelle del 2023 e si evidenzia come appunto l'attività di M&A a livello mondiale sia diminuita.

Grafico 10 – Trend del mercato M&A nel mondo nel primo semestre 2023 in confronto con il 2022



Fonte: PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PWC

Deal Volume	5M23	Diff. 5M23 vs 5M22	Deal Value (US\$ in millions)	5M23	Diff. 5M23 vs 5M22
Consumer Markets, excl. T&L	3,503	(12.2%)	Consumer Markets, Excl. T&L	91,546	(40.9%)
Transportation and Logistic	524	(16.6%)	Transportation and Logistic	20,713	(77.1%)
Energy, Utilities and Resources	1,858	(3.5%)	Energy, Utilities and Resources	223,637	21.4%
Financial Services	2,707	(29.5%)	Financial Services	162,121	(62.9%)
Government and Public Services	100	(7.4%)	Government and Public Services	1,055	(54.0%)
Health Industries	1,720	(19.2%)	Health Industries	154,262	50.3%
Industrial Manufacturing and Automotive	5,019	(10.2%)	Industrial Manufacturing and Automotive	161,947	(15.4%)
TMT	5,928	(7.7%)	TMT	163,009	(71.9%)
Total Deal Volume	21,359	(13.3%)	Total Deal Value	978,291	(43.9%)

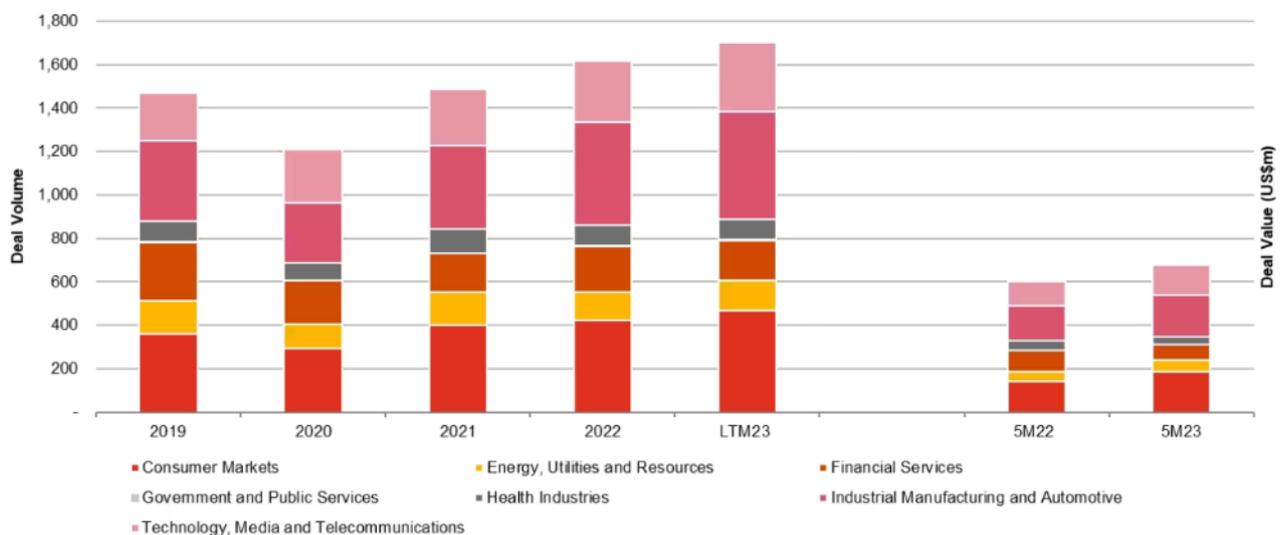
Fonte: PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PWC

Dalle tabelle del *Grafico 10* si nota come i settori che hanno subito le maggiori contrazioni rispetto ai primi mesi del 2022, a livello di volumi, sono Financial Services e Health Industries; mentre quelli che hanno avuto i decrementi più elevati in termini di valore sono Transportation and Logistic e TMT (Technology, Media & Telecommunications). Dal punto di vista dei volumi tutte le operazioni di M&A a livello mondiale sono diminuite; contrariamente invece, rispetto al 2022, alcuni settori, prendendo in considerazione solo il valore dell'attività di M&A, sono aumentati come ad esempio quello dell'Health Industries e dell'Energy, Utilities and Resources.

Il mercato M&A in Italia è in controtendenza rispetto a quello globale; infatti, nei primi 5 mesi del 2023 le operazioni di M&A sono aumentate a volume del +13,5%.

Da un'analisi più dettagliata effettuata da PWC²²¹ su 680 operazioni effettuate nel 2023 è emerso che, come viene anche rappresentato nel grafico di seguito riportato (*Grafico 11*), i settori in maggior crescita sono quelli del Customer Market (+37%) e del Technology Media Telecommunication (+26%), addirittura nel settore dei servizi pubblici l'incremento è stato del +300%.

Grafico 11 - Trend del mercato M&A in Italia nel primo semestre 2023 in confronto con il 2022



Fonte: PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PwC

²²¹ PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PwC, <https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>, consultato il 14/08/2023

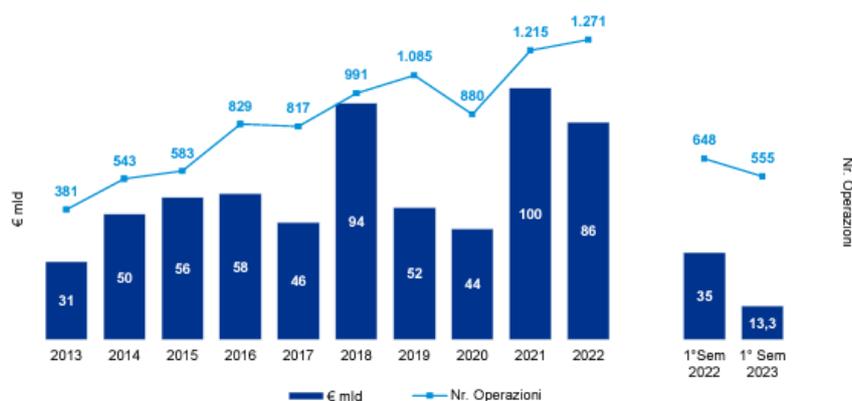
Deal Volume	5M23	Diff 5M23 vs 5M22
Consumer Markets, excl. T&L	166	37.2%
Transportation & Logistic	20	11.1%
Energy, Utilities and Resources	52	13.9%
Financial Services	73	(27.0%)
Government and Public Services	4	300.0%
Health Industries	37	(9.8%)
Industrial Manufacturing and Automotive	189	16.7%
TMT	139	26.4%
Total Deal Volume	680	13.5%

Fonte: PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PwC

I business nei quali ci sono state minori operazioni di M&A rispetto ai primi 5 mesi del 2022, in termini di volume, sono Financial Services e Health Industries.

Secondo il rapporto di KPMG relativo al primo semestre 2023, si rileva un rallentamento del mercato M&A in Italia (*Grafico 12*). L'instabilità dello scenario macroeconomico e del resistere delle politiche monetarie restrittive da parte della BCE si riflette in maniera negativa anche in tale contesto. Nei primi 6 mesi del 2023 si sono concluse 555 operazioni (-14% rispetto alle 648 del primo semestre 2022) per un controvalore pari a oltre 13 miliardi di euro (contro i 35 miliardi dello stesso periodo dell'anno precedente)²²².

Grafico 12 – Confronto tra il primo semestre 2022 e 2023 delle operazioni di M&A in Italia



Fonte: KPMG Corporate Finance
Note: dati aggiornati al 21 giugno 2023

²²² KPMG (2023), *Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG. Mercato M&A in forte calo nel primo semestre 2023*

3.8 Sintesi dei dati raccolti

In questo paragrafo cerco di sintetizzare le principali informazioni sui dati inseriti nel capitolo.

Nel periodo precedente al Covid-19 l'evoluzione della curva delle operazioni di M&A, sia nel contesto internazionale che italiano, è stato sostanzialmente simile, con una crescita stabile dal 2000 fino al 2008, anno in cui l'attività di M&A è diminuita a causa della crisi economico-finanziaria, per poi dal 2010 circa riprendere fino al 2020. Ovviamente la differenza tra il mercato statunitense e italiano stava nel numero delle operazioni effettuate e nel volume d'affari che queste generavano.

Lo scoppio della pandemia nel 2020 ha improvvisamente arrestato la produzione e di conseguenza anche tali operazioni. Per il mercato internazionale la ripresa economica è avvenuta già nel 2021, dove si sono registrate un forte aumento delle M&A sia in termini di volumi che di numero di deal (si veda nel *Grafico 8*). I settori maggiormente coinvolti in tali operazioni sono stati quelli delle attività manifatturiere, del mercato al dettaglio e delle tecnologie, media e comunicazioni. Tale crescita ha iniziato a contrarsi già a partire dal 2022, infatti le attività di M&A nel mondo sono calate sia a volumi (-17% vs 2021) che a valore (-37% vs 2021).

Sul fronte italiano invece, la ripresa è avvenuta nel 2021 per poi stabilizzarsi nel 2022 (si veda nel *Grafico 9*). I settori più interessati sono stati quelli dell'industria manifatturiera e del commercio al dettaglio. Questo trend è stato confermato anche dall'analisi empirica che ho svolto su dati raccolti nel database di Aida su aziende che sono state fuse nel 2021 e nel 2022. Si è potuto osservare come nel 2021 si sia assistito ad un forte aumento del numero di operazioni di M&A incentivato dal fatto che i maggiori ricavi e i migliori risultati d'esercizio in alcuni settori si sono rilevati proprio durante l'anno in questione (Si vedano *Tabelle 2 e 3*). Anche in questo caso, le macrocategorie di settori nelle quali sono avvenute le più importanti e rilevanti fusioni, sia in termini di numero che di fatturato, sono state l'industria manifatturiera, i servizi finanziari e assicurativi, il commercio al dettaglio, il settore dell'informatica e delle comunicazioni. In Italia però nel 2022, per alcuni ambiti di attività, si è rilevato un rallentamento nella crescita di queste operazioni.

Nel 2023 invece nel contesto internazionale, almeno per il primo semestre, si è assistito ad una decrescita rispetto al 2022 (si veda *Grafico 10*). Il mercato M&A a livello mondiale ha subito un calo nei primi 5 mesi dell'anno, sia a livello di volumi che di valore, rispettivamente del -13% e del -44%. In Italia invece, il 2023 rispetto ai primi mesi del 2022, si ha avuto un incremento nel numero di operazioni (si veda nel *Grafico 11*) determinato principalmente dai settori dei pubblici servizi, commercio al dettaglio e delle telecomunicazioni, media e tecnologie decretando così una crescita media del +13,5% su scala nazionale. Secondo invece un'analisi effettuata da KPMG, nel primo semestre 2023 inizia a rilevarsi, o per alcuni settori confermarsi, una riduzione del numero e dei

volumi di tali operazioni. Ovviamente trattandosi di dati non ancora definitivi poiché stiamo parlando dell'anno ancora in corso, si tratta di valutazioni effettuate su informazioni provvisorie, per le quali bisognerà attendere il 2024 e confrontarli con dei dati effettivi e consultivi al fine di comprendere il vero andamento dell'attività di M&A in Italia nel 2023.

APPENDICE A

Codice ATECO 1 livello	DESCRIZIONE ATTIVITÀ CODICE ATECO	Conteggio di Ragione sociale
01	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI PRODOTTI ANIMALI, CACCIA E SERVIZI CONNESSI	74
02	SILVICOLTURA ED UTILIZZO DI AREE FORESTALI	1
03	PESCA E ACQUACOLTURA	2
06	ESTRAZIONE DI PETROLIO GREGGIO E DI GAS NATURALE	2
08	ALTRE ATTIVITÀ DI ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	10
09	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI SUPPORTO ALL'ESTRAZIONE	1
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	36
11	INDUSTRIA DELLE BEVANDE	9
13	INDUSTRIE TESSILI	21
14	CONFEZIONE DI ARTICOLI DI ABBIGLIAMENTO; CONFEZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E PELLICCIA	24
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	20
16	INDUSTRIA DEL LEGNO E DEI PRODOTTI IN LEGNO E SUGHERO (ESCLUSI I MOBILI); FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PAGLIA E MATERIALI DA INTRECCIO	7
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	14
18	STAMPA E RIPRODUZIONE DI SUPPORTI REGISTRATI	14
19	FABBRICAZIONE DI COKE E PRODOTTI DERIVANTI DALLA RAFFINAZIONE DEL PETROLIO	3
20	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI CHIMICI	22
21	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI FARMACEUTICI DI BASE E DI PREPARATI FARMACEUTICI	4
22	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN GOMMA E MATERIE PLASTICHE	34
23	FABBRICAZIONE DI ALTRI PRODOTTI DELLA LAVORAZIONE DI MINERALI NON METALLIFERI	24
24	METALLURGIA	15
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTREZZATURE)	104
26	FABBRICAZIONE DI COMPUTER E PRODOTTI DI ELETTRONICA E OTTICA; APPARECCHI ELETTRONICI, APPARECCHI DI MISURAZIONE E DI OROLOGI	27
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATURE PER USO DOMESTICO NON ELETTRICHE	29
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE NCA	95
29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	14
30	FABBRICAZIONE DI ALTRI MEZZI DI TRASPORTO	10
31	FABBRICAZIONE DI MOBILI	13
32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	18
33	RIPARAZIONE, MANUTENZIONE ED INSTALLAZIONE DI MACCHINE ED APPARECCHIATURE	38
35	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	184
36	RACCOLTA, TRATTAMENTO E FORNITURA DI ACQUA	1
37	GESTIONE DELLE RETI FOGNARIE	2
38	ATTIVITÀ DI RACCOLTA, TRATTAMENTO E SMALTIMENTO DEI RIFIUTI; RECUPERO DEI MATERIALI	23
39	ATTIVITÀ DI RISANAMENTO E ALTRI SERVIZI DI GESTIONE DEI RIFIUTI	2
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	330
42	INGEGNERIA CIVILE	10
43	LAVORI DI COSTRUZIONE SPECIALIZZATI	82
45	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO E RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	68
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	356
47	COMMERCIO AL DETTAGLIO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	178
49	TRASPORTO TERRESTRE E TRASPORTO MEDIANTE CONDOTTE	40
50	TRASPORTO MARITTIMO E PER VIE D'ACQUA	3

52	MAGAZZINAGGIO E ATTIVITÀ DI SUPPORTO AI TRASPORTI	53
53	SERVIZI POSTALI E ATTIVITÀ DI CORRIERE	3
55	ALLOGGIO	72
56	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI RISTORAZIONE	88
58	ATTIVITÀ EDITORIALI	16
59	ATTIVITÀ DI PRODUZIONE CINEMATOGRAFICA, DI VIDEO E DI PROGRAMMI TELEVISIVI, DI REGISTRAZIONI MUSICALI E SONORE	16
60	ATTIVITÀ DI PROGRAMMAZIONE E TRASMISSIONE	12
61	TELECOMUNICAZIONI	14
62	PRODUZIONE DI SOFTWARE, CONSULENZA INFORMATICA E ATTIVITÀ CONNESSE	249
63	ATTIVITÀ DEI SERVIZI D'INFORMAZIONE E ALTRI SERVIZI INFORMATICI	54
64	ATTIVITÀ DI SERVIZI FINANZIARI (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI E I FONDI PENSIONE)	404
65	ASSICURAZIONI, RIASSICURAZIONI E FONDI PENSIONE (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI SOCIALI OBBLIGATORIE)	3
66	ATTIVITÀ AUSILIARIE DEI SERVIZI FINANZIARI E DELLE ATTIVITÀ ASSICURATIVE	40
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	887
69	ATTIVITÀ LEGALI E CONTABILITÀ	26
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	261
71	ATTIVITÀ DEGLI STUDI DI ARCHITETTURA E D'INGEGNERIA; COLLAUDI ED ANALISI TECNICHE	51
72	RICERCA SCIENTIFICA E SVILUPPO	30
73	PUBBLICITÀ E RICERCHE DI MERCATO	68
74	ALTRE ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	62
75	SERVIZI VETERINARI	3
77	ATTIVITÀ DI NOLEGGIO E LEASING OPERATIVO	46
78	ATTIVITÀ DI RICERCA, SELEZIONE, FORNITURA DI PERSONALE	5
79	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DELLE AGENZIE DI VIAGGIO, DEI TOUR OPERATOR E SERVIZI DI PRENOTAZIONE E ATTIVITÀ CONNESSE	20
80	SERVIZI DI VIGILANZA E INVESTIGAZIONE	4
81	ATTIVITÀ DI SERVIZI PER EDIFICI E PAESAGGIO	25
82	ATTIVITÀ DI SUPPORTO PER LE FUNZIONI D'UFFICIO E ALTRI SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	89
85	ISTRUZIONE	11
86	ASSISTENZA SANITARIA	133
87	SERVIZI DI ASSISTENZA SOCIALE RESIDENZIALE	20
88	ASSISTENZA SOCIALE NON RESIDENZIALE	18
90	ATTIVITÀ CREATIVE, ARTISTICHE E DI INTRATTENIMENTO	7
91	ATTIVITÀ DI BIBLIOTECHE, ARCHIVI, MUSEI ED ALTRE ATTIVITÀ CULTURALI	1
92	ATTIVITÀ RIGUARDANTI LE LOTTERIE, LE SCOMMESSE, LE CASE DA GIOCO	15
93	ATTIVITÀ SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DI DIVERTIMENTO	26
95	RIPARAZIONE DI COMPUTER E DI BENI PER USO PERSONALE E PER LA CASA	6
96	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI PER LA PERSONA	18
Totale complessivo		4820

APPENDICE B

Codice ATECO 1 livello	DESCRIZIONE CODICE ATECO	Ricavi delle vendite		
		2021	2022	Totale complessivo
00		6.575		6.575
01	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI PRODOTTI ANIMALI, CACCIA E SERVIZI CONNESSI	115.300	68.340	183.640
02	SILVICOLTURA ED UTILIZZO DI AREE FORESTALI		212	212
03	PESCA E ACQUACOLTURA	3.441		3.441
06	ESTRAZIONE DI PETROLIO GREGGIO E DI GAS NATURALE	85.505		85.505
08	ALTRE ATTIVITÀ DI ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	4.261		4.261
09	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI SUPPORTO ALL'ESTRAZIONE	1.307		1.307
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	373.318	19.964	393.282
11	INDUSTRIA DELLE BEVANDE	23.407	2.043	25.450
13	INDUSTRIE TESSILI	108.735		108.735
14	CONFEZIONE DI ARTICOLI DI ABBIGLIAMENTO; CONFEZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E PELLICCIA	244.101	87	244.188
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	122.588	18.376	140.964
16	INDUSTRIA DEL LEGNO E DEI PRODOTTI IN LEGNO E SUGHERO (ESCLUSI I MOBILI); FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PAGLIA E MATERIALI DA INTRECCIO	16.283		16.283
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	73.827		73.827
18	STAMPA E RIPRODUZIONE DI SUPPORTI REGISTRATI	17.800	23.675	41.474
19	FABBRICAZIONE DI COKE E PRODOTTI DERIVANTI DALLA RAFFINAZIONE DEL PETROLIO	10.408	15.567	25.975
20	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI CHIMICI	366.851	7.251	374.102
21	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI FARMACEUTICI DI BASE E DI PREPARATI FARMACEUTICI	2.263	5.103	7.367
22	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN GOMMA E MATERIE PLASTICHE	205.031		205.031
23	FABBRICAZIONE DI ALTRI PRODOTTI DELLA LAVORAZIONE DI MINERALI NON METALLIFERI	35.430	-	35.430
24	METALLURGIA	148.575	28.652	177.227
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTREZZATURE)	351.721	32.029	383.750
26	FABBRICAZIONE DI COMPUTER E PRODOTTI DI ELETTRONICA E OTTICA; APPARECCHI ELETTRONICI, APPARECCHI DI MISURAZIONE E DI OROLOGI	52.158	1.413	53.570
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATURE PER USO DOMESTICO NON ELETTRICHE	270.961	1.066	272.027
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE NCA	498.602	5.945	504.547
29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	4.067.813		4.067.813
30	FABBRICAZIONE DI ALTRI MEZZI DI TRASPORTO	6.377	97.351	103.728
31	FABBRICAZIONE DI MOBILI	49.915		49.915

32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	20.735	3.828	24.563
33	RIPARAZIONE, MANUTENZIONE ED INSTALLAZIONE DI MACCHINE ED APPARECCHIATURE	106.761	9.419	116.180
35	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	1.129.371	2.850.708	3.980.079
36	RACCOLTA, TRATTAMENTO E FORNITURA DI ACQUA	6.145		6.145
37	GESTIONE DELLE RETI FOGNARIE	3.414		3.414
38	ATTIVITÀ DI RACCOLTA, TRATTAMENTO E SMALTIMENTO DEI RIFIUTI; RECUPERO DEI MATERIALI	94.190	50.765	144.955
39	ATTIVITÀ DI RISANAMENTO E ALTRI SERVIZI DI GESTIONE DEI RIFIUTI	3.699		3.699
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	118.958	1.728	120.686
42	INGEGNERIA CIVILE	9.350	652	10.002
43	LAVORI DI COSTRUZIONE SPECIALIZZATI	465.062	14.469	479.530
45	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO E RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	637.834	5.753	643.587
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	2.232.997	182.887	2.415.884
47	COMMERCIO AL DETTAGLIO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	2.144.450	13.438	2.157.888
49	TRASPORTO TERRESTRE E TRASPORTO MEDIANTE CONDOTTE	197.590	5.115	202.705
50	TRASPORTO MARITTIMO E PER VIE D'ACQUA	6.249		6.249
52	MAGAZZINAGGIO E ATTIVITÀ DI SUPPORTO AI TRASPORTI	316.599		316.599
53	SERVIZI POSTALI E ATTIVITÀ DI CORRIERE	34.033	316.645	350.678
55	ALLOGGIO	51.268	1.316	52.584
56	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI RISTORAZIONE	258.618	10.273	268.892
58	ATTIVITÀ EDITORIALI	27.225	1.588	28.813
59	ATTIVITÀ DI PRODUZIONE CINEMATOGRAFICA, DI VIDEO E DI PROGRAMMI TELEVISIVI, DI REGISTRAZIONI MUSICALI E SONORE	3.914	14.331	18.245
60	ATTIVITÀ DI PROGRAMMAZIONE E TRASMISSIONE	13.785	33	13.818
61	TELECOMUNICAZIONI	286.036	235	286.271
62	PRODUZIONE DI SOFTWARE, CONSULENZA INFORMATICA E ATTIVITÀ CONNESSE	2.791.706	196.636	2.988.342
63	ATTIVITÀ DEI SERVIZI D'INFORMAZIONE E ALTRI SERVIZI INFORMATICI	33.567	1.093	34.660
64	ATTIVITÀ DI SERVIZI FINANZIARI (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI E I FONDI PENSIONE)	1.776.802	150.724	1.927.525
65	ASSICURAZIONI, RIASSICURAZIONI E FONDI PENSIONE (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI SOCIALI OBBLIGATORIE)	448.183		448.183
66	ATTIVITÀ AUSILIARIE DEI SERVIZI FINANZIARI E DELLE ATTIVITÀ ASSICURATIVE	54.554	250	54.804
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	374.402	13.795	388.197
69	ATTIVITÀ LEGALI E CONTABILITÀ	67.486	817	68.302
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	332.373	63.502	395.874
71	ATTIVITÀ DEGLI STUDI DI ARCHITETTURA E D'INGEGNERIA; COLLAUDI ED ANALISI TECNICHE	158.949	7.461	166.409
72	RICERCA SCIENTIFICA E SVILUPPO	16.082	6.619	22.701

73	PUBBLICITÀ E RICERCHE DI MERCATO	202.432	10.152	212.584
74	ALTRE ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	50.249	250	50.498
75	SERVIZI VETERINARI	1.125		1.125
77	ATTIVITÀ DI NOLEGGIO E LEASING OPERATIVO	45.632	33.279	78.911
78	ATTIVITÀ DI RICERCA, SELEZIONE, FORNITURA DI PERSONALE	785	702	1.487
79	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DELLE AGENZIE DI VIAGGIO, DEI TOUR OPERATOR E SERVIZI DI PRENOTAZIONE E ATTIVITÀ CONNESSE	27.101	3.443	30.544
80	SERVIZI DI VIGILANZA E INVESTIGAZIONE	14.206	1.272	15.478
81	ATTIVITÀ DI SERVIZI PER EDIFICI E PAESAGGIO	102.420		102.420
82	ATTIVITÀ DI SUPPORTO PER LE FUNZIONI D'UFFICIO E ALTRI SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	190.848	-	190.848
85	ISTRUZIONE	4.262	907	5.168
86	ASSISTENZA SANITARIA	240.290	4.846	245.136
87	SERVIZI DI ASSISTENZA SOCIALE RESIDENZIALE	59.296		59.296
88	ASSISTENZA SOCIALE NON RESIDENZIALE	41.709		41.709
90	ATTIVITÀ CREATIVE, ARTISTICHE E DI INTRATTENIMENTO	1.821		1.821
91	ATTIVITÀ DI BIBLIOTECHE, ARCHIVI, MUSEI ED ALTRE ATTIVITÀ CULTURALI	512		512
92	ATTIVITÀ RIGUARDANTI LE LOTTERIE, LE SCOMMESSE, LE CASE DA GIOCO	361.640	518	362.158
93	ATTIVITÀ SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DI DIVERTIMENTO	7.622	9.227	16.849
95	RIPARAZIONE DI COMPUTER E DI BENI PER USO PERSONALE E PER LA CASA	15.198	2.900	18.099
96	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI PER LA PERSONA	4.640	855	5.494
	Totale complessivo	22.856.735	4.319.505	27.176.240

APPENDICE C

Codice ATECO 1° livello	Descrizione Codice Ateco	Somma di UTILE 2022	Somma di PERDITA 2022	Somma di UTILE 2021	Somma di PERDITA 2021
01	COLTIVAZIONI AGRICOLE E PRODUZIONE DI PRODOTTI ANIMALI, CACCIA E SERVIZI CONNESSI	227.272	-	5.491.477	-
02	SILVICOLTURA ED UTILIZZO DI AREE FORESTALI	12.556	-	17.679	-
03	PESCA E ACQUACOLTURA	-	-	473.269	-
06	ESTRAZIONE DI PETROLIO GREGGIO E DI GAS NATURALE	-	-	81.474.000	-
08	ALTRE ATTIVITÀ DI ESTRAZIONE DI MINERALI DA CAVE E MINIERE	-	-	143.873	-
10	INDUSTRIE ALIMENTARI	236.182	-	24.089.289	-
11	INDUSTRIA DELLE BEVANDE	-	-	234.517	-
13	INDUSTRIE TESSILI	-	- 27.175	2.864.393	-
14	CONFEZIONE DI ARTICOLI DI ABBIGLIAMENTO; CONFEZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E PELLICCIA	554.573	-	10.572.725	- 5.973
15	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PELLE E SIMILI	1.132.968	-	6.572.792	- 79.184
16	INDUSTRIA DEL LEGNO E DEI PRODOTTI IN LEGNO E SUGHERO (ESCLUSI I MOBILI); FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN PAGLIA E MATERIALI DA INTRECCIO	-	-	930.477	-
17	FABBRICAZIONE DI CARTA E DI PRODOTTI DI CARTA	122.450	-	2.854.492	- 4.162
18	STAMPA E RIPRODUZIONE DI SUPPORTI REGISTRATI	49.294	- 644	2.747.898	-
19	FABBRICAZIONE DI COKE E PRODOTTI DERIVANTI DALLA RAFFINAZIONE DEL PETROLIO	-	-	354.390	-
20	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI CHIMICI	2.646.566	- 282.903	45.357.804	- 34
21	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI FARMACEUTICI DI BASE E DI PREPARATI FARMACEUTICI	-	-	358.250	-
22	FABBRICAZIONE DI ARTICOLI IN GOMMA E MATERIE PLASTICHE	1.049.042	-	18.038.558	-
23	FABBRICAZIONE DI ALTRI PRODOTTI DELLA LAVORAZIONE DI MINERALI NON METALLIFERI	3.270.979	-	10.213.435	-
24	METALLURGIA	261.785	-	3.643.046	-
25	FABBRICAZIONE DI PRODOTTI IN METALLO (ESCLUSI MACCHINARI E ATTREZZATURE)	4.675.084	- 430	31.035.382	- 463.908
26	FABBRICAZIONE DI COMPUTER E PRODOTTI DI ELETTRONICA E OTTICA; APPARECCHI ELETTROMEDICALI, APPARECCHI DI MISURAZIONE E DI OROLOGI	1.621	- 9.309	4.820.595	- 1.292.645
27	FABBRICAZIONE DI APPARECCHIATURE ELETTRICHE ED APPARECCHIATURE PER USO DOMESTICO NON ELETTRICHE	531.329	-	8.982.192	-
28	FABBRICAZIONE DI MACCHINARI ED APPARECCHIATURE NCA	26.687.038	- 367.644	48.848.840	- 114.417

29	FABBRICAZIONE DI AUTOVEICOLI, RIMORCHI E SEMIRIMORCHI	-	- 11.881	53.512.501	-
30	FABBRICAZIONE DI ALTRI MEZZI DI TRASPORTO	6.440	-	86.098	-
31	FABBRICAZIONE DI MOBILI	-	-	1.414.129	-
32	ALTRE INDUSTRIE MANIFATTURIERE	1.060.529	-	3.766.280	-
33	RIPARAZIONE, MANUTENZIONE ED INSTALLAZIONE DI MACCHINE ED APPARECCHIATURE	3.320.322	- 15.485	30.321.808	-
35	FORNITURA DI ENERGIA ELETTRICA, GAS, VAPORE E ARIA CONDIZIONATA	56.872.481	-	300.629.638	- 10.917
36	RACCOLTA, TRATTAMENTO E FORNITURA DI ACQUA	-	-	15.143	-
37	GESTIONE DELLE RETI FOGNARIE	-	-	174.252	-
38	ATTIVITÀ DI RACCOLTA, TRATTAMENTO E SMALTIMENTO DEI RIFIUTI; RECUPERO DEI MATERIALI	333.106	-	4.893.391	- 31.467
39	ATTIVITÀ DI RISANAMENTO E ALTRI SERVIZI DI GESTIONE DEI RIFIUTI	271.956	-	265.710	-
41	COSTRUZIONE DI EDIFICI	20.604.491	- 147.264	35.437.020	- 118.662
42	INGEGNERIA CIVILE	276.543	-	526.599	-
43	LAVORI DI COSTRUZIONE SPECIALIZZATI	879.549	- 102.747	40.906.552	-
45	COMMERCIO ALL'INGROSSO E AL DETTAGLIO E RIPARAZIONE DI AUTOVEICOLI E MOTOCICLI	2.368.701	- 36.949	15.745.046	- 225.469
46	COMMERCIO ALL'INGROSSO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	10.035.358	- 186.343	96.464.386	- 2.149.177
47	COMMERCIO AL DETTAGLIO (ESCLUSO QUELLO DI AUTOVEICOLI E DI MOTOCICLI)	5.516.484	- 64.943	31.246.107	- 152.958
49	TRASPORTO TERRESTRE E TRASPORTO MEDIANTE CONDOTTE	171.961	-	6.962.008	-
50	TRASPORTO MARITTIMO E PER VIE D'ACQUA	894.698	-	474.172	-
52	MAGAZZINAGGIO E ATTIVITÀ DI SUPPORTO AI TRASPORTI	221.387	-	8.654.744	- 26.696
53	SERVIZI POSTALI E ATTIVITÀ DI CORRIERE	-	-	1.607.722	-
55	ALLOGGIO	800.638	-	7.197.883	- 28.829
56	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DI RISTORAZIONE	1.003.660	- 22.502	3.968.320	-
58	ATTIVITÀ EDITORIALI	57.021	-	1.118.654	-
59	ATTIVITÀ DI PRODUZIONE CINEMATOGRAFICA, DI VIDEO E DI PROGRAMMI TELEVISIVI, DI REGISTRAZIONI MUSICALI E SONORE	683.072	-	408.514	- 802.360
60	ATTIVITÀ DI PROGRAMMAZIONE E TRASMISSIONE	-	-	5.363.350	-
61	TELECOMUNICAZIONI	62.016	-	49.492.202	-
62	PRODUZIONE DI SOFTWARE, CONSULENZA INFORMATICA E ATTIVITÀ CONNESSE	20.588.117	- 33.695.073	161.567.851	- 1.914.785
63	ATTIVITÀ DEI SERVIZI D'INFORMAZIONE E ALTRI SERVIZI INFORMATICI	883.643	-	5.297.912	-

64	ATTIVITÀ DI SERVIZI FINANZIARI (ESCLUSE LE ASSICURAZIONI E I FONDI PENSIONE)	105.330.787	- 207.039	1.721.626.396	- 194.270
66	ATTIVITÀ AUSILIARIE DEI SERVIZI FINANZIARI E DELLE ATTIVITÀ ASSICURATIVE	539.738	-	9.263.351	- 30.325
68	ATTIVITÀ IMMOBILIARI	5.667.967	- 2.471.825	178.874.971	- 751.678
69	ATTIVITÀ LEGALI E CONTABILITÀ	254.236	-	11.290.462	-
70	ATTIVITÀ DI DIREZIONE AZIENDALE E DI CONSULENZA GESTIONALE	9.701.996	- 68.807	149.085.522	- 412.223
71	ATTIVITÀ DEGLI STUDI DI ARCHITETTURA E D'INGEGNERIA; COLLAUDI ED ANALISI TECNICHE	1.299.023	- 45.888	6.710.941	-
72	RICERCA SCIENTIFICA E SVILUPPO	2.101.419	-	3.258.036	-
73	PUBBLICITÀ E RICERCHE DI MERCATO	249.509	- 514.754	23.006.190	-
74	ALTRE ATTIVITÀ PROFESSIONALI, SCIENTIFICHE E TECNICHE	72.684	- 13.703	3.727.067	- 171.395
75	SERVIZI VETERINARI	-	-	76.027	-
77	ATTIVITÀ DI NOLEGGIO E LEASING OPERATIVO	12.104.367	- 6.364	27.709.924	-27.133
78	ATTIVITÀ DI RICERCA, SELEZIONE, FORNITURA DI PERSONALE	8.581	-	101.749	-
79	ATTIVITÀ DEI SERVIZI DELLE AGENZIE DI VIAGGIO, DEI TOUR OPERATOR E SERVIZI DI PRENOTAZIONE E ATTIVITÀ CONNESSE	444.536	-	1.169.278	- 287.801
80	SERVIZI DI VIGILANZA E INVESTIGAZIONE	57.001	-	393.314	-
81	ATTIVITÀ DI SERVIZI PER EDIFICI E PAESAGGIO	94.864	- 623	1.942.418	-
82	ATTIVITÀ DI SUPPORTO PER LE FUNZIONI D'UFFICIO E ALTRI SERVIZI DI SUPPORTO ALLE IMPRESE	44.621	-	19.744.739	- 21.041
85	ISTRUZIONE	83.379	-	1.143.697	-
86	ASSISTENZA SANITARIA	-	- 342.233	21.931.081	-
87	SERVIZI DI ASSISTENZA SOCIALE RESIDENZIALE	5.019	-	319.274	-
88	ASSISTENZA SOCIALE NON RESIDENZIALE	-	-	401.821	-
90	ATTIVITÀ CREATIVE, ARTISTICHE E DI INTRATTENIMENTO	-	-	435.778	-
91	ATTIVITÀ DI BIBLIOTECHE, ARCHIVI, MUSEI ED ALTRE ATTIVITÀ CULTURALI	-	-	22.904	-
92	ATTIVITÀ RIGUARDANTI LE LOTTERIE, LE SCOMMESSE, LE CASE DA GIOCO	145.759	- 106.264	91.053.088	- 332.482
93	ATTIVITÀ SPORTIVE, DI INTRATTENIMENTO E DI DIVERTIMENTO	2.728.224	- 21.975	2.132.510	- 2.883
95	RIPARAZIONE DI COMPUTER E DI BENI PER USO PERSONALE E PER LA CASA	1.187.381	-	858.754	-
96	ALTRE ATTIVITÀ DI SERVIZI PER LA PERSONA	6.282	- 5.184	274.012	-
	Totale complessivo	310.498.285	- 38.775.951	3.454.190.669	- 9.652.874

CONCLUSIONI

Questo elaborato si è focalizzato sul dimostrare come il Covid-19 abbia avuto un impatto rilevante sulle operazioni di M&A, in Italia ma anche nel mondo.

Queste attività hanno sempre rappresentato un importante strumento per la crescita aziendale, ma in queste situazioni di crisi o difficoltà macroeconomica si sono rilevate anche più utili e fondamentali per la sopravvivenza di alcune imprese.

Nel primo capitolo si è trattato delle operazioni straordinarie, in particolare della fusione e del suo processo di realizzazione, facendo riferimento sia alla normativa italiana che internazionale.

Le operazioni straordinarie non hanno una vera e propria definizione giuridica ma dall'attribuzione di tale aggettivo, si può dedurre che queste non hanno a che fare con la gestione ordinaria dell'azienda e che quindi ricorrono solo raramente nella vita della singola impresa in quanto si tratta di operazioni complesse e onerose.

La fusione rientra in questo novero di attività ed è una delle più diffuse. Con questo strumento di aggregazione si unificano soggetti autonomi e indipendenti in un unico complesso aziendale che risulta dalla fusione. Si è provveduto ad analizzare le varie tipologie di fusione e le loro finalità.

I principali effetti che derivano dall'operazione sono: l'estinzione delle società incorporate o fuse; il trasferimento dell'intero patrimonio delle società fuse e dei rapporti giuridici, di cui esse erano titolari, alla società che risulta dalla fusione e la conversione delle partecipazioni di cui erano proprietari i soci delle incorporate in partecipazioni nella società controllante con il conseguente annullamento delle azioni o quote nelle società fuse e la loro sostituzione con azioni o quote nell'incorporante.

Nel capitolo è stato poi fatto riferimento anche alla normativa internazionale, in particolare all'IFRS 3 *Business combination*. Tale principio definisce la *business combination* come una transazione o un evento in cui un acquirente ottiene il controllo di uno o più business.

Nel secondo capitolo è stato trattato della valutazione delle imprese e di come questa sia un'attività fondamentale anche all'interno di un'operazione straordinaria. La modifica dell'assetto proprietario è una delle finalità per cui viene richiesta la valutazione del capitale economico di una società, in quanto in questa situazione, il valutatore assume una funzione di garanzia tra gli interessi contrastanti delle parti coinvolte.

Da un'analisi della letteratura e di studiosi della materia si sono identificati 2 categorie di metodi valutativi: diretti ed indiretti. I primi permettono di dedurre direttamente il valore basandosi su dati di mercato (ad esempio il metodo dei multipli di mercato), mentre i secondi invece si basano su dati oggettivi e vi rientrano i metodi basati su stime di flussi reddituali, patrimoniali e finanziari.

La valutazione è sempre caratterizzata da un certo livello di incertezza e soggettività in quanto l'esperto può essere sottoposto a dei condizionamenti contro i quali deve cercare di mantenere il più possibile elevato grado di indipendenza ed oggettività.

Non esiste un metodo ideale per la valutazione di un'azienda, poiché la scelta dell'approccio più idoneo può dipendere e variare in base a vari fattori quali il settore, la finalità per cui essa si sta svolgendo, il contesto economico e disponibilità di dati o la fase di vita che l'impresa sta attraversando.

Nel contesto M&A il metodo dei multipli delle società comparabili è molto diffuso perché permette di effettuare una valutazione in modo rapido e al netto delle dimensioni, consentendo così la comparazione di aziende con dimensioni differenti. La scelta del multiplo deve essere coerente con la società che si sta per valutare, in termini di business, settore e mercato. Questa metodologia nel nostro Paese come in quelli europei però presenta delle difficoltà: il mercato italiano ed europeo è caratterizzato da un numero molto basso e limitato di operazioni in Borsa per cui trovare un multiplo paragonabile all'impresa da valutare risulta più complicato. Per tale motivo si rende spesso necessario effettuare delle rettifiche inserendo nel calcolo del valore economico delle variabili specifiche e relative all'impresa che si sta valutando in modo da rendere coerente il calcolo. Per questo motivo, infatti, questi metodi spesso sono impiegati con una funzione di supporto diventando così un ottimo parametro di confronto e di controllo.

Nella terza ed ultima parte sono stati descritti i risultati della ricerca empirica. Queste attività hanno sempre rappresentato un importante strumento per la crescita aziendale, ma in queste situazioni di crisi o difficoltà macroeconomica si sono rilevate anche più utili e fondamentali per la sopravvivenza di alcune imprese. Ciascuna ondata ha avuto le sue peculiarità ed è stata contraddistinta da finalità strategiche ed esigenze relative a quel preciso orizzonte temporale, per poi cominciare ad assumere una dimensione globale dalla quinta *waves*.

È stato poi analizzato e descritto il contesto produttivo italiano e lo scenario economico del Paese nel periodo antecedente al Covid-19.

Dai dati raccolti dai database consultati e da altre ricerche pubblicate, si osserva come nel 2022 ci sia stato il picco dell'attività di M&A in Italia. Il mercato globale è stato invece in controtendenza con quello italiano, in quanto il picco è stato nel 2021 a cui poi è seguito l'inizio della fase di rallentamento. Questi dati confermano quindi il fatto che, in un momento di difficoltà del contesto macroeconomico e di instabilità futura, tali operazioni siano risultate fondamentali per la sopravvivenza di molte imprese del nostro tessuto imprenditoriale e quindi come esse abbiano assunto un ruolo rilevante per la ripresa economica del Paese e del contesto in cui viviamo.

In alcuni settori come quelli finanziario, informatico, del gas e dell'energia, visto il periodo che si sta attraversando e le dinamiche attuali esistenti, tali operazioni si sono rivelate un ottimo strumento strategico di crescita e di sfruttamento delle potenzialità e sinergie che ne derivano.

Il 2023 infatti, nonostante abbia probabilmente definito l'inizio di una fase di decrescita e rallentamento, sembra sia indirizzato sempre più ad un'attività di M&A più "strategica", focalizzata dunque su acquisizioni di competenze distintive di medio periodo.

BIBLIOGRAFIA

Altovalore, Università politecnica delle Marche, Fondazione Aristide Merloni, *Fusioni e acquisizioni di impresa in Italia e nelle Marche. Tendenze, opportunità e questioni aperte*, 2022

Artt. Codice civile

Azzini L., *Autonomia e collaborazione tra le aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 1964

Balducci D., *Le valutazioni d'azienda nelle operazioni societarie e straordinarie*, Aedi Edizioni, Milano, 2019

Brugger G., *Le decisioni finanziarie*, in AA.VV., *Trattato di finanza aziendale*, Angeli, Milano, 1986

Brugger G., *Valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, Finanza, Marketing e Produzione

Brugnoli A., Fasan M., Mancin M., Marcon C., Simonato V., Sostero U., *Le operazioni straordinarie d'impresa*, in Mancin M. (a cura di), *Normativa civilistica e rilevazioni contabili secondo i principi OIC e IFRS*, Giuffrè Editore, Milano, 2020

Confindustria, *Seconda edizione dell'indagine sugli effetti della pandemia da Covid-19 per le imprese italiane*, 2020

Corbella S., Liberatore G., Tiscini R., *Manuale di valutazione d'azienda*, McGraw-Hill Education, Milano, 2020

Dalocchio M., Lucchini G., Pirrone C. (a cura di), *Mergers & Acquisitions*, II ed., Egea, Milano, 2021

Damodaran A., *Valutazione delle aziende*, APOGEO Education, Maggioli Editore, Rimini, 2010

Fasan M., *Le operazioni di acquisizione in Italia: effetti su corporate governance e performance*, RIREA, Opera Prima, 2015

Fasan M., *Le operazioni di acquisizione in Italia: effetti su corporate governance e performance*, Opera Prima, Casa Editrice RIREA, Volume n° 7, 2016

Guatri L, Bini M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005

Guatri L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Collana impresa e valore, Egea spa, Milano, 1996

Guatri L., *La qualità delle valutazioni: una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi Editore, Milano, 2007

Guatri L., *La valutazione delle aziende*, II ed., Giuffrè Editore, Milano, 1984

IFRS 3 – *Business combination*

IFRS Foundation, *Business Combinations Under Common Control*, Accounting Standards Advisory Forum, April 2019

IFRS Standards, *Business Combinations Under Common Control*, Discussion Paper, November 2020

Il mercato M&A in Italia, KPMG, 2021

KPMG (2023), *Mercato M&A in Italia nel 2022: il rapporto KPMG*

KPMG (2023), *Mercato M&A in Italia: il rapporto KPMG. Mercato M&A in forte calo nel primo semestre 2023*

Marasca S., *I principali fattori di incertezza nella valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2014, (Collana SIDREA)

Massima n.72 del Consiglio Notarile di Milano del 15 novembre 2015 in tema di “*Imputazione del disavanzo da concambio nella fusione e nella scissione*”

OIC 4 – Fusione e scissione

Perotta R., *Le operazioni di gestione straordinaria. La fusione inversa*, Giuffrè, Milano, 2007

Perotta R., Bertoli L., *Le operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2015

Potito L., *Bilanci straordinari*, UTET, Torino, 1990

Potito L., *Il bilancio secondo i principi internazionali IAS/IFRS. Regole ed applicazioni*, Giappichelli, Torino, 2017

Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, VI ed., Giappichelli, Torino, 2020

Potito L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, IV ed., Giappichelli, Torino, 2016

Salvi A., Salsa R., *Valutazione d'azienda*, Giuffrè Editore, Milano, 2022

Santesso E., Sostero U., *I principi contabili per il bilancio d'esercizio*, II ed., Egea, Milano, 2018

Viel J., Brecht O., Renard M., *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas Libri, Milano, 1973

SITOGRAFIA

Aida, banca dati accessibile dal sito di Ca' Foscari

Bloomberg, banca dati accessibile dal sito di Ca' Foscari

Global and Italian M&A Trends 2022 e Outlook 2023, PWC,

<https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>

ISTAT, *Rapporto sulle imprese 2021. Struttura, comportamenti e performance dal censimento permanente*, 2021, <https://doi.org/10.1481/Istat.Rapportoimprese.2021>

PwC Global and Italian M&A Industry Trends Mid-Year update, PWC,

<https://www.pwc.com/it/it/services/deals/trends.html>