



Università degli Studi di Cagliari

DOTTORATO DI RICERCA
ECONOMIA E GESTIONE AZIENDALE

Ciclo XXVII

TITOLO TESI

La rappresentazione del valore nelle operazioni di Business Combination

Settore/i scientifico disciplinari di afferenza

SECS P/07

Presentata da: *Dott.ssa Manca Roberta*

Coordinatore Dottorato *Prof. Melis Andrea*

Tutor/Relatore *Prof. Aldo Pavan*

Esame finale anno accademico 2013 – 2014



La presente tesi è stata prodotta durante la frequenza del corso di dottorato in Economia e Gestione Aziendale dell'Università degli Studi di Cagliari, a.a. 2011/2012 - XXVII ciclo, con il supporto di una borsa di studio finanziata con le risorse del P.O.R. SARDEGNA F.S.E. 2007-2013 - Obiettivo competitività regionale e occupazione, Asse IV Capitale umano, Linea di Attività 1.3.1 *“Finanziamento di corsi di dottorato finalizzati alla formazione di capitale umano altamente specializzato, in particolare per i settori dell'ICT, delle nanotecnologie e delle biotecnologie, dell'energia e dello sviluppo sostenibile, dell'agroalimentare e dei materiali tradizionali”*.

ABSTRACT

The adoption of the IFRS 3 standard, and then of the IFRS 3R, has deeply affected the financial record and reporting of *business combinations* in common international practices, especially the Italian one. This study begins with the analysis of business combinations in compliance with the new IFRS 3R compared to those in accordance with what established by the Italian law and set in the Civil Code then developed by the OIC 4. It offers a detailed analysis of the evolution of the accounting practices of extraordinary operations, especially mergers.

We all know that when we compare the combination cost to the fair value of the acquired assets and liabilities, we usually obtain a difference, which can be positive if the combination cost is higher than the present value of the acquired assets and liabilities (in Italy it is commonly known as “combination deficit”), or negative, when the combination cost is lower than the present value of the acquired assets and liabilities (commonly known as “combination surplus”).

The aim of this study is to verify whether business combinations generate value or not and the ways of reporting and processing the possible surplus.

This study developed from another one made in 2009 by Hamberg, who analysed the business combinations listed in the Swedish Stock Market. He noticed that in the vast majority of the cases analysed, the surplus was completely ascribable to goodwill rather than to specific intangible assets. According to Hamberg, this could also be a consequence of opportunistic behaviors because while specific intangible assets are subject to amortization, goodwill is subject to an *impairment test*. He thinks that goodwill impairments in compliance with IFRS are lower than the impairments of specific intangible assets, with consequent higher returns in the years following the merger.

We have tried to carry out the same study on Italian companies, analysing all mergers between 2008 and 2012 regarding the businesses listed on the Italian Stock Market and therefore subject to IFRS standards. We made a first classification by

distinguishing the business combinations that generated incomes from those which had a negative outcome that should be reported on the profit and loss account and therefore not relevant for this study. Then we focused only on those companies that generated goodwill, analysing the activity which reported the highest value. We found that the vast majority of the businesses allocated this value as goodwill rather than to other intangible assets.

Therefore we confirmed the results obtained by Hamberg as for the Swedish companies. During the third stage we pointed out that goodwill did not experience any loss in value in the following years. This result could seem ambiguous as the reductions in value could have caused the immediate abatement of the returns. Hamberg considers this behaviour as a consequence of the increased stock market quotation experienced by the companies as he noted that businesses with a remarkable goodwill reported considerable increases in their returns.

INDICE

INTRODUZIONE	9
---------------------------	----------

CAPITOLO 1

Business Combination nei principi contabili OIC e IAS/IFRS

1.1	Le operazioni di aggregazione aziendale	13
1.2	Il trattamento contabile delle Business Combination secondo i principi contabili italiani	16
1.2.1	Cessione d'azienda.....	17
1.2.2	Conferimento d'azienda.....	19
1.2.3	L'acquisto e lo scambio di partecipazioni.....	22
1.2.4	La fusione	24
1.2.5	La scissione	34
1.3	Il trattamento contabile delle Business Combination secondo i principi contabili internazionali	38
1.3.1	IFRS 3 Revised.....	47

CAPITOLO 2

Creazione di valore nelle operazioni di Business Combination

2.1	Valutazione al fair value.....	51
2.2	Il valore economico e le metodologie di valutazione.....	56
2.2.1	Metodi patrimoniali.....	58
2.2.2	Metodi reddituali.....	59
2.2.3	Metodi finanziari (Discounted Cash Flow Method).....	61
2.2.4	Metodo analitico con determinazione autonoma dell'avviamento.....	62
2.2.5	Metodo dell'Economic Value Added (E.V.A.).....	63
2.2.6	Metodo dei coefficienti moltiplicativi.....	65
2.3	Valore differenziale nella valutazione delle acquisizioni (avanzo/disavanzo) e destinazione secondo la normativa OIC.....	66
2.4	La destinazione del valore differenziale secondo gli standard internazionali.....	73
2.4.1	Iscrizione iniziale del goodwill nelle Business Combination (IFRS 3R).....	73
2.4.2	Iscrizione successiva del goodwill nelle Business Combination	

(IAS 36).....	78
---------------	----

CAPITOLO 3

Destinazione del disavanzo nella prassi contabile

3.1	Gli studi di Hamberg	83
3.2	Obiettivi della ricerca	85
3.3	Metodologia della ricerca	86
3.4	Analisi delle società oggetto della ricerca	88
3.5	Determinazione del rapporto di cambio	92
3.6	Trattamento contabile delle differenze da fusione	96

CONCLUSIONI	101
--------------------------	-----

BIBLIOGRAFIA	105
---------------------------	-----

INTRODUZIONE

L'introduzione dello standard IFRS 3, e successivamente dell'IFRS 3R, ha sostanzialmente modificato le modalità di contabilizzazione e rappresentazione in bilancio delle operazioni di *business combination* nella prassi internazionale e, nello specifico, in quella italiana. La ricerca parte dall'analisi delle operazioni di aggregazione secondo quanto stabilito dal nuovo IFRS 3R, in confronto con quanto prevede la disciplina nazionale dettata dal codice civile e sviluppata dall'OIC 4; analizza nel dettaglio l'evoluzione delle modalità di contabilizzazione delle operazioni straordinarie e in particolare delle operazioni di fusione.

La ricerca si basa su uno studio effettuato da Hamberg, il quale ha effettuato un'analisi sulle aggregazioni realizzate tra società quotate nel mercato svedese e ha evidenziato che, nella maggior parte dei casi, la differenza positiva è stata interamente imputata ad avviamento e non ad attività immateriali specifiche. Si è cercato di effettuare la stessa analisi sulle società italiane, analizzando tutte le operazioni di fusione poste in essere tra il 2008 e il 2012 da società quotate nel mercato azionario e pertanto soggette all'applicazione degli standard IFRS.

Per comprendere questa analisi, nel primo capitolo si entra nel dettaglio delle operazioni di *business combination*, analizzando le singole operazioni e le modalità di contabilizzazione secondo la normativa italiana dettata dal codice civile e dall'OIC. Successivamente, viene analizzato il trattamento contabile di tali operazioni secondo quanto previsto dai principi contabili internazionali, analizzando nello specifico il nuovo dettato dell'IFRS 3 Revised.

Nel secondo capitolo viene analizzata la creazione di valore generata dalle operazioni di *business combination*, in particolare secondo il dettato del nuovo IFRS 13 sulla determinazione del *Fair Value*. Vengono dunque esaminate le metodologie più diffuse per la valutazione del capitale economico, dai metodi patrimoniali, reddituali e finanziari, ai metodi dell'EVA e dei coefficienti moltiplicativi. In seguito, viene analizzato il valore differenziale generato dalle operazioni di acquisizione aziendale

e le alternative di destinazione, sia secondo quanto previsto dalla normativa OIC che dagli standard IFRS.

Infine, nel terzo capitolo, si analizza lo studio di Hamberg effettuato sulle società quotate nel mercato svedese, e si espongono i risultati della stessa analisi effettuata sulle società italiane. Viene effettuata una prima classificazione, distinguendo le operazioni che hanno determinato una creazione di valore e quelle che hanno invece determinato una differenza negativa, che dovrebbe essere portata direttamente a conto economico, e che non rileva ai fini della presente ricerca. Si prosegue dunque l'analisi sulle sole società che hanno generato un *goodwill*, verificando il trattamento contabile delle differenze generate dall'operazione di fusione.

CAPITOLO 1

BUSINESS COMBINATION NEI PRINCIPI CONTABILI OIC E IAS/IFRS

1.1 Le operazioni di aggregazione aziendale.

Le operazioni di aggregazione aziendale si pongono all'interno delle scelte strategiche che un'azienda compie per generare nuova ricchezza, in quanto trattasi di operazioni idonee alla creazione di valore. Le strategie di sviluppo sono tipiche delle aziende orientate al lungo periodo, predisposte ad aumentare la capacità produttiva, a innovarsi creando nuovi prodotti e ad ampliare le proprie competenze e la propria cultura aziendale.

Le aziende, per poter perseguire e raggiungere l'obiettivo della crescita, devono ovviamente possedere adeguati requisiti e, soprattutto, devono essere orientate alla ricerca delle migliori soluzioni di sviluppo, che non snaturino l'azienda sia da un punto di vista qualitativo che tecnico.

Vi sono diversi modi che possono portare il management a far crescere la propria impresa e queste possono essere analizzate attraverso la matrice di Ansoff¹, la quale prevede quattro diversi approcci:

- espandendo i volumi di vendita, in quanto il management intravede quote di mercato ancora disponibili e non conquistate. Quest'approccio porta l'impresa a conseguire economie di scala. Questo genera condizioni per raggiungere dei vantaggi competitivi sul mercato;

¹ D. Chaffey, "Internet marketing", Apogeo Editore, 2001, p. 9.

- ampliando la gamma di prodotti offerti: quindi, invece di penetrare il mercato come nel caso precedente, si pensa di ampliare i segmenti serviti, sollecitando la domanda a espandersi;
- la conquista di nuovi mercati, presentando sempre gli stessi prodotti. In questo caso l'azienda non solo si espande su nuovi territori, ma soddisfa i bisogni di nuovi consumatori;
- diversifica completamente la sua offerta, rinnovando e sviluppando una nuova gamma di prodotti in nuovi mercati.

Seguendo una o più di queste direttrici, le imprese promuovono il proprio sviluppo attraverso:

- accordi orizzontali, i quali si sviluppano all'interno di una stessa attività della catena del valore e coinvolgono dunque attività simili (integrazione orizzontale);
- accordi verticali, che riguardano attività complementari e che coinvolgono aziende che svolgono attività diverse all'interno della stessa catena del valore (integrazione verticale);
- accordi trasversali che coinvolgono invece aziende appartenenti a settori diversi, che si sostanziano spesso attraverso il trasferimento di conoscenze scientifiche e tecnologiche tra aziende che non appartengono alla medesima filiera (integrazione conglomerale).

Le aziende possono raggiungere la crescita sia per linee interne, sia per linee esterne, attraverso i processi di agglomerazione aziendale².

Per crescere attraverso la via interna si presuppone che l'azienda abbia mezzi e strumenti che lo permettono, oltre che ingenti disponibilità liquide. Questo significa usare forze, mezzi e capacità di cui si dispone, attuando programmi d'investimento nelle aree produttive oggetto dello sviluppo.

² Potito L., *“Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”*, Giappichelli Editore, Torino 2009.

La crescita per via esterna permette all'impresa di centrare determinati obiettivi strategici in tempi più rapidi e costi più contenuti ricorrendo, ad esempio, ad acquisizioni che combinano i punti di forza dell'acquirente e dell'acquisita, ottimizzandone le risorse. Attraverso le acquisizioni l'impresa è in grado di disporre di *know – how*, di nuovi processi produttivi, di risorse tecnologiche e di ricerca e sviluppo, senza sostenere lunghi programmi di investimento i quali possono risultare anche molto onerosi. Le unioni aziendali, inoltre, consentono a determinate imprese di scavalcare le barriere all'entrata di taluni mercati, ed in stretto collegamento con questo, permettono di eliminare i rischi connessi ad attività che si intraprendono per la prima volta.

Le operazioni di aggregazione aziendale sono dei validi strumenti da utilizzare per la crescita esterna.

Le operazioni di aggregazione aziendale che possono essere ricondotte all'interno del concetto di Business Combination sono individuabili in qualsiasi forma di unione tra unità aziendali distinte sotto il profilo giuridico ed economico³. Rientrano in questa categoria le operazioni di:

- acquisizione del controllo da parte di un'entità di tutte le attività e passività di un'altra entità;
- acquisizione del controllo solo di alcune attività o passività di un'altra entità, tali da configurarne un business;
- la costituzione di una nuova entità nella quale le attività e le passività di ciascuna entità sono integrate e gestite unitariamente.

Il fattore determinante, che porta le aziende a porre in essere delle operazioni di aggregazione aziendale, è la creazione del valore che si ha quando i rendimenti che essa è in grado di generare sono superiori al costo per la remunerazione del capitale necessario per ottenere tali rendimenti. A tal fine, le acquisizioni si compiono per due ragioni fondamentali: per accrescere il potere di mercato e per conseguire incrementi di efficienza, intesi come economie di scala e razionalizzazione dei costi.

³ G. Galassi, Concentrazione e cooperazione interaziendale, Giuffrè, Milano 1969

Le Business Combination possono essere definite come operazioni di gestione straordinaria, di carattere aggregativo, che avvengono tra soggetti distinti sotto il profilo giuridico ed economico che decidono di unire il proprio patrimonio, sia economico che intellettuale, collaborando intorno a una o più attività.

Gli strumenti che possono essere utilizzati per il raggiungimento di tali scopi sono i seguenti:

- la *cessione d'azienda*, che consiste nel trasferimento delle attività e delle passività dell'entità acquisita all'acquirente, a fronte di un corrispettivo in denaro;
- il *conferimento d'azienda*, in cui il corrispettivo del trasferimento patrimoniale al cedente è costituito da azioni o quote dell'acquirente;
- *l'acquisto e lo scambio di partecipazioni*, in cui oggetto di acquisizione non è direttamente il patrimonio dell'entità acquisita, ma i titoli rappresentativi del suo capitale.
- la *fusione di società*, sia nella forma per unione che per incorporazione, in cui il mezzo di pagamento è costituito da strumenti rappresentativi del capitale dell'acquirente (l'operazione avviene fra l'acquirente stesso e i soci dell'entità acquisita);
- la *scissione per incorporazione*, che ha caratteristiche simili a quelle della fusione.

Questo lavoro si concentrerà maggiormente sulla fusione, uno degli strumenti giuridici maggiormente utilizzati per l'unione tra due o più imprese.

1.2 Il trattamento contabile delle Business Combination secondo i principi contabili italiani

In Italia le operazioni di Business Combination sono disciplinate dal Codice Civile e dai principi contabili emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC). Quest'ultimo nasce dall'esigenza di creare uno standard setter nazionale, il quale

rappresenti tutte le istanze nazionali in materia contabile. L'OIC ha inoltre il ruolo di coordinatore con gli altri organi europei che si occupano della materia contabile ,e per questo motivo, fornisce un supporto tecnico per poter applicare in Italia i regolamenti internazionali.

Analizziamo nello specifico le operazioni che rientrano nella definizione di Business Combination.

1.2.1 Cessione d'azienda

La cessione d'azienda per atto tra vivi è disciplinata dagli art. 2556 e s.s. c.c. e può avere per titolo giuridico la vendita, la donazione o la permuta. L'azienda, così come definita dall'art. 2555 c.c., è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa. Tale definizione rende l'azienda distinta dall'impresa, che rappresenta invece l'attività esercitata per mezzo dell'azienda. Il legislatore ricomprende nell'azienda tutti i beni che vengono “organizzati” dall'imprenditore per costituire un'azienda, comprendendo quindi anche quelli non di sua proprietà. Per stabilire se si cede un'azienda occorre considerare se l'insieme dei beni ceduti sono idonei per lo svolgimento di un'attività imprenditoriale. Infatti, per aversi cessione di azienda non è sufficiente la cessione di beni mobili o immobili singolarmente suscettibili di capacità produttiva, ma si rende necessaria la cessione dell'intera organizzazione volta alla produzione e allo scambio di beni o servizi.

La cessione consiste nel trasferimento di un complesso aziendale, o parte di esso, dal cedente al cessionario, a fronte di un corrispettivo tipicamente in denaro. La differenza tra cessione e permuta riguarda proprio il corrispettivo: nella cessione il corrispettivo è regolato con una somma di denaro mentre nella permuta è rappresentato da beni diversi quali altre azienda, azioni o quote di partecipazione in altre società (non muta però la qualificazione dell'operazione).

La cessione è uno degli strumenti tradizionali per la realizzazione di processi aggregativi. Con l'acquisto dell'azienda il cessionario può infatti perseguire diverse finalità, tra cui:

- realizzare una strategia di crescita dimensionale;
- implementare una strategia di integrazione a monte o a valle della catena del valore allo scopo, ad esempio, di acquisire il controllo di alcune attività chiave per il successo aziendale;
- ridurre il rischio d'impresa attraverso la diversificazione dei settori di attività;
- acquisire tecnologie e *know how* non facilmente reperibili sul mercato;
- rispondere alla pressione competitiva, eliminando un concorrente.

Le ragioni che ispirano il cedente sono al contrario in gran parte riconducibili alla volontà di quest'ultimo di monetizzare il valore del complesso aziendale oggetto di trasferimento:

- fronteggiare situazioni di crisi di carattere industriale e/o finanziario;
- ricevimento di un'offerta non rifiutabile, in quanto la cessione avviene a un prezzo estremamente vantaggioso;
- motivazioni di carattere soggettivo.

Nell'operazione di cessione sarà necessario rappresentare adeguatamente il trasferimento delle attività e delle passività che compongono l'azienda e registrare contabilmente il corrispettivo pagato dal cessionario in favore del cedente. Sarà quindi opportuno procedere, preliminarmente, alla stesura di una situazione patrimoniale di riferimento alla data di cessione. A tal proposito si sottolinea che né il codice civile né l'OIC 30 prendono in esame la questione, nonostante si renda necessario determinare con esattezza il patrimonio oggetto di cessione.

Una volta ottenuta l'esatta situazione patrimoniale dell'azienda (o del ramo) oggetto di cessione, il cedente rileverà il trasferimento delle attività e delle passività a valori contabili, in modo tale da determinare il valore del patrimonio netto oggetto di trasferimento. Tale patrimonio sarà differente rispetto al patrimonio netto a valori

correnti, ossia quello risultante dalla valutazione di attività e passività in sede negoziale, sulla base del quale viene determinato il prezzo di trasferimento⁴. Qualora il prezzo di trasferimento risulti maggiore del patrimonio netto contabile, il cedente registrerà una plusvalenza; nel caso opposto registrerà una minusvalenza⁵.

Infine, molto spesso il prezzo d'acquisto dell'azienda è diverso rispetto al patrimonio netto a valori correnti. Tale differenza, che può essere positiva o negativa, dà origine a due differenti poste contabili che il cessionario dovrà registrare a seconda dei casi come *goodwill* o *badwill*.

2.2 Conferimento d'azienda

Il conferimento è l'operazione mediante la quale un soggetto (conferente) apporta beni o diritti a titolo di capitale in una società già esistente o di nuova costituzione (conferitaria), ricevendo in cambio azioni o quote della conferitaria stessa. Oggetto di conferimento può essere un qualsiasi bene o diritto avente valore economico, compreso un complesso aziendale o un ramo d'azienda (escluse le prestazioni d'opera e di servizi nelle S.p.a.). Cercando di fare un paragone tra l'operazione di conferimento e quella di scissione, possiamo sottolineare che mentre nel conferimento le azioni o quote della società beneficiaria sono assegnate alla società conferente, in cambio del suo apporto, nell'operazione di scissione le azioni o quote della società beneficiaria sono attribuite direttamente ai soci della società scissa. Di conseguenza, il conferimento consente la formazione di "gruppi aziendali" e la scissione permette di suddividere realtà aziendali tra i soci. Differenza, invece, tra il conferimento e la cessione è che nel conferimento il corrispettivo per il soggetto conferente è rappresentato da azioni o quote della società conferitaria, mentre nella cessione il cedente avrà in cambio un corrispettivo in denaro. Pertanto il soggetto conferente tramuta "attività aziendali" in "attività finanziarie", mentre il soggetto cedente esce completamente dall'investimento, riconvertendolo in forma liquida.

⁴ L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1999

⁵ R. Perotta, G.M. Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, Milano, 1999

Il conferimento d'azienda può essere utilizzato per perseguire diverse finalità:

- ristrutturazioni organizzative: riorganizzazione dell'impresa sia sul piano organizzativo che produttivo;
- ristrutturazioni finanziarie: il conferimento può essere utilizzato per attribuire una struttura finanziaria autonoma alle diverse aree d'affari dell'impresa;
- agevolare processi di liquidazione: il conferimento può avere lo scopo di liquidare parte del patrimonio dell'impresa;
- effettuare processi di concentrazione aziendale.

Da un punto di vista civilistico, l'atto di conferimento deve essere redatto sempre in forma scritta; inoltre, se avviene in favore di società soggetta a iscrizione nel registro delle imprese, è necessario l'atto pubblico redatto da notaio, o scrittura privata autenticata se trattasi di società di persone. Il codice civile non disciplina espressamente l'operazione di conferimento d'azienda, ma regola solo l'ipotesi di conferimento di beni. Le modalità per l'attribuzione del valore dei conferimenti sono diverse a seconda che si tratti di:

- Società di persone: la valutazione dei conferimenti è concordata tra i soci e non è previsto alcun obbligo per la verifica della congruità dei valori;
- Società a responsabilità limitata: la valutazione dei conferimenti deve essere effettuata da un perito scelto tra i soggetti iscritti nell'albo dei revisori contabili, o di una società di revisione iscritta nell'apposito albo speciale;
- Società per azioni: i conferimenti devono essere valutati da un perito esterno nominato dal Tribunale competente, su istanza dell'organo amministrativo (art. 2343 c.c). Gli amministratori entro 180 giorni dalla data di iscrizione della società, devono effettuare un controllo sulle valutazioni operate dal perito e, se sussistono i motivi devono revisionare la stima da questi presentata (obbligo della revisione della relazione di stima solo per le S.p.a.).

Le finalità di questa relazione di stima consistono nell'attestare che il valore dell'oggetto conferito nel bilancio della conferitaria non è inferiore all'incremento del patrimonio netto (funzione di garanzia), per evitare che avvengano sopravvalutazioni dei beni conferiti a danno dei futuri creditori sociali, i quali possono confidare esclusivamente sul patrimonio sociale (responsabilità limitata dei soci).

La stima deve essere strutturata come un bilancio d'esercizio e deve rispondere ai medesimi criteri di valutazione stabiliti dal legislatore. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società. Inoltre, se risulta che il valore dei beni o dei crediti indicati nella perizia è inferiore di oltre 1/5 rispetto al valore di conferimento indicato nella perizia, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte, a meno che i soci non versino la differenza in denaro o recedano dalla società. Se la stima indica valori più elevati rispetto a quelli della contabilità, non vi è alcun obbligo di contabilizzare tali maggior valori.

Da un punto di vista contabile, nel conferimento d'azienda, l'impresa conferente deve procedere allo scarico delle attività e delle passività conferite (a valori contabili), all'iscrizione della partecipazione nella società conferitaria e alla rilevazione dell'eventuale plusvalenza (se valore del conferimento è maggiore del patrimonio netto contabile trasferito) o minusvalenza (se valore del conferimento è minore del patrimonio netto contabile trasferito). Invece, nella conferitaria le attività e passività apportate devono essere contabilizzate sulla base dei valori correnti, e la contropartita dell'apporto ricevuto corrisponde a un aumento del capitale sociale.

Fra la data di riferimento della situazione contabile e la data di effetto dell'operazione possono intervenire delle variazioni patrimoniali, dovute al continuo operare dell'azienda, che devono essere tenute in considerazione dagli

amministratori al fine di quantificare il valore dell'apporto patrimoniale alla data effettiva del trasferimento⁶. A tal fine, le parti possono accordarsi come segue:

- 1) le variazioni patrimoniali sono valutate a parte: se il valore dell'apporto risulta superiore a quanto inizialmente stabilito dalle parti, la società conferitaria sarà debitrice del maggior apporto; nel caso opposto, sarà il conferente a dover integrare in danaro il minor apporto;
- 2) il prezzo comprende eventuali variazioni patrimoniali. Se il valore dell'apporto risulta superiore a quanto inizialmente stabilito dalle parti la società conferente rileverà una minore plusvalenza corrispondente al maggior apporto e la società conferitaria rileverà un minor avviamento di pari importo. Se il valore dell'apporto risulta inferiore a quanto inizialmente stabilito dalle parti la società conferente rileverà una maggior plusvalenza corrispondente al maggior apporto e la società conferitaria rileverà un maggior avviamento di pari importo.

1.2.3 L'acquisto e lo scambio di partecipazioni

Lo scambio di partecipazioni è uno strumento aggregativo di origine comunitaria la cui definizione è contenuta nella Direttiva del Consiglio CEE n. 434 del 23 luglio 1990 relativa al regime comune da applicare alle fusioni, scissioni, conferimenti d'attivo e scambi di azioni concernenti società di Stati membri.

In particolare, per scambio di partecipazioni si intende quell'operazione attraverso la quale i soci di una società *target* scambiano le partecipazioni di controllo detenute nella stessa a fronte della ricezione di partecipazioni della società acquirente. In questo modo la società acquirente ottiene il controllo della *target* senza dover ricorrere ad alcun esborso finanziario in quanto la contropartita dell'acquisizione del controllo è rappresentata esclusivamente dalla diluizione dei soci preesistenti.

⁶ R. Perotta, *Il conferimento d'azienda*, Giuffrè, Milano, 2005

Lo scambio di partecipazioni, indipendentemente dalle modalità attuative adottate, risponde sotto il profilo strategico, a logiche aggregative e di concentrazione aziendale. Se infatti formalmente la società acquirente e la società target rimangono distinte sotto il profilo giuridico, si realizza, sotto il profilo aziendale, una sostanziale unitarietà delle combinazioni economiche produttive.

Sotto il profilo contabile lo scambio di partecipazioni dovrà essere trattato in modo differente a seconda della modalità di esecuzione dell'operazione. Nel caso infatti di scambio di partecipazione mediante conferimento, la società acquirente dovrà rilevare l'incremento patrimoniale netto che si originerà in capo alla stessa. In particolare, la società acquirente dovrà rilevare:

- il conferimento delle partecipazioni detenute nella società *target* da parte dei soci della stessa e dunque la sottoscrizione dell'aumento di capitale sociale destinato e la rilevazione dell'eventuale soprapprezzo;
- la liberazione contestuale dell'aumento di capitale destinato tramite l'apporto delle partecipazioni nella società *target* e, dunque, l'iscrizione delle stesse tra le attività ad un valore pari all'incremento del patrimonio netto (incremento di capitale sociale più eventuale soprapprezzo).

Nel caso di scambio di partecipazioni mediante permuta, al contrario, la società acquirente non rileverà alcun incremento patrimoniale e dunque il capitale sociale, così come il patrimonio netto, rimarrà, a seguito dell'operazione, invariato. La società acquirente dovrà esclusivamente registrare una “sostituzione patrimoniale” ovvero la sostituzione delle azioni proprie assegnate ai soci della società *target* con le partecipazioni scambiate. La conseguenza di questa “sostituzione patrimoniale” è che la riserva indisponibile precedentemente accantonata a fronte dell'acquisto di azioni proprie diventerà liberamente distribuibile ai soci.

2.4 *La fusione*

Con l'operazione di fusione due o più società perdono la loro individualità per dare vita a un soggetto giuridico ed economico di maggiori dimensioni, allo scopo di migliorare l'efficienza produttiva e conseguentemente l'equilibrio economico della gestione. Si tratta di un'operazione di concentrazione economica che permette la riunione delle risorse produttive in un unico organismo al fine di ottenere sinergie altrimenti non raggiungibili.

Le fusioni possono avvenire attuando diverse strategie:

- fusioni orizzontali, le quali rappresentano la maggiore strategia applicata. Si tratta di aziende che dilatano i loro confini. Questo tipo di fusione permette la realizzazione di economie di scala. Le aziende in questo caso non solo hanno come obiettivo il rafforzamento della quota di mercato, ma anche un'estensione a livello competitivo. Spesso questo tipo di fusione avviene con aziende che operano nello stesso mercato e quindi concorrono alla conquista della stessa quota di mercato. Attraverso la fusione si vanno a eliminare quei rischi legati alle guerre di prezzo e di penetrazione di mercato, riuscendo in questo modo a raggiungere dei livelli di redditività maggiori;
- fusioni verticali, le imprese si integrano sia all'origine sia a valle con altri soggetti. Quando la fusione avviene con soggetti che si trovano a monte significa che le aziende si fondono con fornitori, mentre a valle si vede una forte integrazione con i soggetti utilizzatori dei prodotti o servizi offerti. L'obiettivo di queste forme d'integrazione sono da riscontrarsi nella possibilità di avere un forte potere contrattuale. Tale integrazione può avvenire sia parzialmente che totalmente. Quando l'integrazione verticale avviene a valle si definisce ascendente, in questo caso l'impresa si assicura una fitta rete di vendita da parte di imprese commerciali, e quindi dei volumi di affari alti e sicuri. Da quanto detto emerge con chiarezza che le fusioni verticali portano a

notevoli vantaggi di stabilità, all'eliminazione di tutta una serie di costi legati alle asimmetrie informative e alla ricerca del giusto fornitore.

Le aggregazioni per fusione, inoltre, si possono distinguere in base alla natura economica che esse hanno:

- acquisizione, nella quale, una delle aziende funge da acquirente, la quale esercita poi il dominio sull'azienda unificata. In questo caso si ha il trasferimento del controllo da parte della società incorporata; si ha poi una fase di negoziazione fra le parti, facendo quindi sorgere un negoziato incentrato sui valori economici delle aziende che partecipano all'operazione di aggregazione. Quando la fusione si identifica come un acquisto non occorrono cambiamenti in riferimento ad organi amministrativi da parte dell'impresa acquirente, in quanto gli effetti che genera sono solo di natura organizzativa della gestione aziendale;
- riorganizzazione o ristrutturazione: in questo caso non sono previsti trasferimenti di controllo, bensì si tratta di operazioni svolte nello stesso gruppo aziendale. Ciò che cambia sono le strategie, le quali, vengono attuate da una capogruppo che coinvolge poi tutte le aziende appartenenti al gruppo stesso. In questo caso si parla di fusione propria, in quanto riguarda due o più soggetti e si prevede la creazione di una nuova entità. Appartiene a questa categoria anche l'operazione d'incorporazione di una controllata al 100% da parte delle controllante-capogruppo.
- unione tra più aziende con le stesse caratteristiche, in cui non emerge nessuna entità dominante.

Le fusioni oltre ad apportare dei cambiamenti di natura economica e della gestione possono apportare dei cambiamenti giuridici⁷:

⁷ Potito L., *“Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”*, Giappichelli Editore, Torino 2009.

- perdita d'individualità della società, che consiste nell'estinzione della società, che viene incorporata. In caso di fusione propria a estinguersi sono tutte le aziende coinvolte, con la conseguente nascita di una nuova società;
- successione universale, quando si vede il trasferimento dell'intero patrimonio dalla società incorporata all'incorporante;
- conversione delle partecipazioni in unico valore attraverso un'operazione di equivalenza economica, la quale è data dal "rapporto di cambio", definito come il prezzo delle azioni o quote delle società estinte in termini di azioni o quote della società incorporante o risultante dalla fusione.

Le motivazioni che inducono due o più società a realizzare un'operazione di fusione possono essere molteplici:

- riduzione generalizzata dei costi (economie di scala);
- riduzione delle concorrenze;
- integrazione verticale, a monte o a valle delle attività produttive;
- concentrazione di mezzi finanziari;
- ricerca di convenienti dimensioni d'impresa;
- unificazione e integrazione di sistemi informativi;
- acquisizione di segreti industriali e know-how;
- operazioni di riassetto societario in ambito di gruppi di imprese.

Con la fusione, il patrimonio delle società viene trasmesso totalmente alla società risultante dall'operazione. Quest'ultima subentra in tutti i rapporti patrimoniali, diritti e obblighi che facevano capo alle società ante fusione. Possiamo individuare due tipologie di fusione:

- 1) **Fusione per unione**: due o più imprese costituiscono una nuova società in cui confluiscono i patrimoni delle società partecipanti, che si sciolgono.
- 2) **Fusione per incorporazione**: una delle società partecipanti rimane in vita incorporando tutte le altre, che di conseguenza si estinguono. La società incorporante continua la sua attività con capitale e dimensioni che variano in funzione dell'apporto della società incorporata.

A differenza di altri strumenti aggregativi, come l'acquisto/cessione d'azienda, non vi è tuttavia il realizzo dell'investimento da parte dei soci ma una continuazione dello stesso in una nuova realtà economica; in sostanza con la fusione le parti proseguono in comune, in una diversa forma e dimensione, gli investimenti già avviati. Inoltre, a differenza del conferimento d'azienda che realizza effetti analoghi quanto a compenetrazione delle combinazioni economiche e produttive di aziende distinte, l'incremento patrimoniale che registra la società risultante dalla fusione viene attribuito direttamente ai soci sotto forma di partecipazione al capitale sociale del nuovo soggetto economico mentre, al contrario, nel conferimento l'incremento patrimoniale della società conferitaria non è attribuito direttamente ai soci bensì alla stessa società conferente⁸.

Nell'operazione di fusione, a fronte della trasmissione del patrimonio sociale, i soci della società cedente ricevono azioni o quote dalla società ricevente in misura corrispondente al valore dell'originaria partecipazione (avremo quindi un aumento di capitale sociale). La misura del valore delle partecipazioni è determinata dopo la valutazione dei rispettivi patrimoni in base a un "*rapporto di concambio*". Il rapporto di concambio rappresenta il numero di azioni o quote spettanti ai soci delle società incorporate o fuse in cambio di quelle già detenute (i soci manterranno una posizione economica equivalente alla precedente). Al fine della determinazione del rapporto di cambio, è necessaria la preventiva stima dei capitali economici delle società coinvolte nell'operazione. Entrano qui in campo le prescrizioni in termini di

⁸ Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Wolters Kluwer Italia, 2009

valutazione d'azienda, tenendo tuttavia conto che ciò che interessa è il peso relativo di ciascuna società, separatamente considerata, rispetto al complesso risultante dopo la fusione: fondamentale e imprescindibile è pertanto l'omogeneità dei criteri di valutazione adottati per la determinazione del valore delle società partecipanti alla fusione⁹.

Il rapporto di cambio assume, dunque, un ruolo centrale in un'operazione di fusione soprattutto quando detto strumento viene utilizzato da una società per acquisire il controllo di un'altra società e dunque il rapporto di cambio diviene implicitamente il "prezzo" d'acquisto della società oggetto di incorporazione.

La fusione implica inoltre l'emergere di differenze da fusione, che possono essere di due tipi:

- Differenza da annullamento, dovuta all'annullamento della partecipazione eventualmente detenuta da una società partecipante alla fusione in una o più delle altre società coinvolte nell'operazione. In tal caso potrà verificarsi un "disavanzo da annullamento" quando il valore contabile della partecipazione detenuta risulta superiore al valore contabile del patrimonio netto della partecipata; un "avanzo da annullamento" nel caso opposto;
- Differenza da concambio, quando le differenze contabili dipendono dall'entità dell'aumento di capitale della società post fusione a servizio dei soci della fusa e si avrà quindi: un "disavanzo da concambio" quando l'importo dell'aumento di capitale della società incorporante o risultante dalla fusione eccede il valore contabile della corrispondente quota di patrimonio netto della incorporata/fusa; un "avanzo da concambio" del caso opposto.

Il procedimento di fusione può essere suddiviso in diverse fasi, ognuna delle quali è caratterizzata da un atto o un documento informativo economico finanziario. Nel dettaglio, le fasi della fusione possono essere così semplificate (paragrafo 3 - OIC 4):

⁹ Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Wolters Kluwer Italia, 2009

1) Progetto di fusione (art. 2501ter c.c.)

La redazione del progetto di fusione costituisce un adempimento propedeutico alla fusione e viene redatto dall'organo amministrativo di tutte le società partecipanti alla fusione, con lo scopo di dare maggiore informativa e trasparenza alla fase preparatoria di tale procedura. Anche se redatto dall'organo amministrativo di ciascuna società si tratta di un documento unico, frutto del lavoro svolto in comune. Una copia del progetto di fusione deve essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo dove hanno sede le singole società. Tra l'iscrizione e la data fissata per la delibera devono trascorrere almeno 30 giorni, salvo espressa rinuncia da parte dei soci. Il progetto di fusione deve restare depositato nelle sedi delle società partecipanti alla fusione, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, salvo che i soci rinuncino con consenso unanime. I soci hanno diritto di prenderne visione e di ottenerne copia gratuita. Dal progetto di fusione devono risultare almeno i seguenti elementi:

- il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- l'atto costitutivo (statuto) della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro qualora non sia possibile assegnare a un socio un numero intero di azioni o quote (conguaglio che non può essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate);
- le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante. Tale assegnazione avviene di norma mediante aumento del capitale;
- la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;

- 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 (possibilità di retrodatazione e accoglimento nel bilancio della incorporante del risultato economico dell'esercizio frazionario della incorporata);
- i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione. È quindi necessario fornire notizie riguardo alle azioni offerte ai titolari di azioni di categoria speciale (privilegiate, di risparmio), nonché alle eventuali modifiche di rapporti, tempi e modalità di conversione che subiscono i possessori di obbligazioni convertibili o warrant;
- i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione. Occorre specificare dettagliatamente eventuali indennizzi agli amministratori che per effetto della fusione cessano dalla loro carica, o di indicare l'eventuale supplemento remunerativo riguardo alle particolari attività da loro svolte durante la procedura.

L'organo amministrativo di tutte le società partecipanti alla fusione deve redigere un documento nel quale è rappresentata la situazione patrimoniale (paragrafo 4.1 - OIC 4) delle singole società. L'art. 2501quarter c.c. dispone che la situazione patrimoniale in oggetto può essere riferita a una data non anteriore a 120 giorni dalla data in cui il progetto di fusione è depositato presso la sede della relativa società. Comunque, la situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio di esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima dal giorno del deposito del progetto di fusione. Dottrina e giurisprudenza sostengono che la situazione patrimoniale rappresenti un vero e proprio bilancio straordinario composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa. È facoltà degli amministratori aggiornare la situazione patrimoniale già depositata, oppure presentare la situazione in luogo del bilancio, al fine di fornire una più esauriente informativa per la delibera

assembleare; tale atteggiamento diviene un dovere degli amministratori nel caso in cui vi siano cambiamenti tali da incidere significativamente sulla legittimità e convenienza del progetto di fusione. La situazione patrimoniale deve rimanere depositata nella sede delle società partecipanti alla fusione con le stesse modalità previste per il progetto di fusione.

La relazione dell'organo amministrativo, prevista dall'art. 2501quinques c.c., deve essere disposta dall'organo amministrativo di ciascuna delle società partecipanti alla fusione. Essa deve illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o quote. Considerato che tale documento è destinato a divenire pubblico, dovendo essere depositato insieme al progetto di fusione del registro delle imprese, il medesimo assolve anche a una funzione informativa per i terzi e per i creditori sociali. Non vi è l'obbligo di relazione da parte del collegio sindacale, ma si ritiene tuttavia auspicabile la sua redazione in considerazione degli obblighi di controllo attribuiti a tale organo sull'attività aziendale. Se alla fusione partecipa anche una società in liquidazione, i liquidatori di tale società devono attestare nella propria relazione che non si è ancora proceduto alla distribuzione dell'attivo. La relazione dell'organo amministrativo deve rimanere depositata nella sede delle società partecipanti alla fusione con le stesse modalità previste per il progetto di fusione.

Secondo quanto disposto dall'art. 2501sexies c.c. uno o più esperti per ogni società partecipante all'operazione devono redigere un'apposita relazione sulla congruità del rapporto di cambio. Copia della relazione degli esperti deve rimanere depositata presso la sede sociale nei 30 giorni che precedono la data dell'assemblea, fino alla delibera di fusione, salvo che i soci non rinuncino al termine con consenso unanime. L'esperto o gli esperti tenuti a redigerla sono nominati dal tribunale se la società risultante è una spa o una sapa oppure una società di revisione nel caso in cui una delle società sia quotata in borsa. Negli altri casi l'esperto viene scelto tra gli iscritti nell'albo dei revisori contabili o tra le società di revisione iscritte nell'apposito albo. La relazione degli esperti deve contenere il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti

dall'applicazione di ciascuno di essi. Deve inoltre evidenziare le eventuali difficoltà di valutazione. L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi.

Se alla fusione non partecipano società per azioni o società in accomandita per azioni, né società cooperative per azioni, la relazione può essere omessa con il consenso di tutti i soci delle società partecipanti alla fusione (art. 2505quarter c.c.).

In ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, gli esperti devono inoltre redigere la relazione di stima del patrimonio di società di persone ex art. 2343 c.c.

Devono restare depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione, durante i 30 giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime, e finché la fusione non sia decisa:

- il progetto di fusione con le relazioni;
- i bilanci degli ultimi tre esercizi con le relazioni degli organi amministrativi e di controllo contabile;
- le situazioni patrimoniali.

2) Delibera di fusione (art. 2502 c.c.)

La fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano con l'approvazione del relativo progetto (non prima che siano trascorsi 30 gg dall'iscrizione del progetto nel registro delle imprese). Nelle società di persone, la delibera viene approvata con la maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, fermo restando la facoltà di recesso del socio dissenziente. Nelle società di capitali la decisione viene assunta secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo e dello statuto.

La delibera di fusione deve essere depositata, entro 30 giorni, per l'iscrizione nel registro delle imprese, insieme con il progetto di fusione e i documenti illustrativi.

La fusione può essere attuata solo dopo 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni, ma non occorre attendere tale scadenza se i creditori delle società partecipanti all'operazione e anteriori all'iscrizione del progetto hanno reso il loro consenso, o se dissenzienti, sono stati pagati oppure sono state depositate le relative somme. Qualora non ricorrano tali situazioni, i creditori possono presentare opposizione al tribunale competente nel termine di 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni. Nonostante l'opposizione, il tribunale può comunque disporre che l'operazione di fusione venga attuata nel caso in cui ritiene infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori, ovvero nel caso in cui le società partecipanti abbiano prestato idonee garanzie.

3) Atto di fusione (art. 2504 c.c.)

La fusione si perfeziona con l'atto di fusione che deve essere redatto entro 60 giorni dall'ultima iscrizione nel registro delle imprese delle deliberazioni di fusione, cioè decorsi i termini concessi per l'opposizione dei creditori. I legali rappresentanti delle società partecipanti alla fusione concludono il procedimento di fusione, approvato dalle assemblee dei soci, stipulando e sottoscrivendo un unico atto di fusione. La fusione deve essere eseguita con atto pubblico, anche se la società incorporante o quella nata dalla fusione è una società di persone. Entro 30 giorni dalla stipulazione, il notaio o l'organo amministrativo della società risultante devono depositare l'atto di fusione per l'iscrizione nel registro delle imprese ove hanno sede le società partecipanti alla fusione e quella che ne risulta o incorporante.

La società risultante dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, ivi compresi i rapporti processuali, anteriori alla fusione. La fusione ha effetto dal momento in cui è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni dell'atto di fusione (quella relativa alla società risultante o

incorporante). In caso di incorporazione è possibile postdatare gli effetti della fusione.

1.2.5 La scissione

La scissione è l'operazione con cui il patrimonio attivo e passivo di una società, o una parte di esso, viene assegnato a una o più società preesistenti o di nuova costituzione. Ai soci della nuova società scissa vengono attribuite quote o azioni delle società beneficiarie del trasferimento patrimoniale.

La scissione potrebbe essere assimilata al conferimento, ma ci sono delle differenze: innanzitutto nella scissione le quote o azioni della società beneficiaria sono attribuite ai soci della società conferente mentre nel conferimento le quote o azioni vengono attribuite alla società scissa. Inoltre la scissione deve essere deliberata dall'assemblea mentre il conferimento di beni può essere effettuato senza adempiere a tale obbligo. La scissione può anche essere assimilata alla fusione, in quanto le due operazioni presentano rilevanti somiglianze strutturali e funzionali. In realtà si tratta di operazioni perfettamente simmetriche: con la fusione si verifica la concentrazione aziendale mentre con la scissione si realizza un decentramento.

L'operazione di scissione societaria può essere efficacemente utilizzata per il perseguimento di diverse finalità:

- ridefinizione degli assetti proprietari dell'impresa: ad es. per risolvere problemi conflittuali all'interno della compagine sociale si scinde la società e a ciascun socio viene assegnato il controllo totalitario di singole unità produttive;
- ridefinizione dell'assetto organizzativo: sia sul piano produttivo che organizzativo, dividendo grandi strutture in unità operative trasferite alle beneficiarie;

- effettuazione di operazioni di concentrazione: mediante incorporazione di società preesistenti;
- effettuazione di ristrutturazioni finanziarie: attribuendo una struttura finanziaria autonoma alle diverse aree d'affari;
- agevolazione dei processi di liquidazione di parti del patrimonio;
- agevolazione della cessione totale o parziale dell'impresa, in modo indiretto.

In funzione del patrimonio trasferito alle beneficiarie è possibile distinguere:

- Scissione totale, mediante la quale la società che effettua l'operazione trasferisce tutto il suo patrimonio a più società preesistenti o di nuova costituzione (è necessaria una pluralità di beneficiarie, altrimenti si tratterebbe di fusione per incorporazione);
- Scissione parziale, mediante la quale la società scissa continua ad esistere e parte del patrimonio viene trasferito ad una o più società preesistenti o di nuova costituzione.

In relazione invece all'assegnazione delle quote di partecipazione, è possibile distinguere:

- Scissione proporzionale, quando le quote di ciascuna società beneficiaria sono attribuite ai soci della società scissa in proporzione alle quote da essi detenute in quest'ultima;
- Scissione non proporzionale, quando tale proporzionalità non è mantenuta e le quote di ciascuna società beneficiaria sono attribuite ai soci della società scissa non in proporzione alle quote da essi detenute in quest'ultima. In ogni caso, deve comunque essere rispettata la condizione in base alla quale il valore economico delle azioni o quote delle beneficiarie assegnate ai soci della scissa deve essere pari al valore complessivo delle azioni o quote

assegnate moltiplicato per la percentuale di partecipazione al capitale della scissa.

Inoltre, se all'operazione di scissione partecipano sia società di persone sia società di capitali, è possibile distinguere:

- **scissione eterogenera progressiva**, dove la scissa è una società di persone e le beneficiarie sono società di capitali;
- **scissione eterogenera regressiva**, dove la società scissa è una società di capitali e le beneficiarie sono società di persone.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, l'operazione di scissione può essere effettuata da tutti i tipi di società lucrative, comprese le cooperative. Sono inoltre ammesse le società soggette a procedura concorsuale e quelle in liquidazione, a condizione che non abbiano ancora iniziato la distribuzione dell'attivo. Sono invece esclusi dalla scissione i soggetti non societari, quali le persone fisiche, e le associazioni, le fondazioni ed enti vari. Sono inoltre ammesse, secondo casistica particolare, le società semplici e irregolari.

Gli effetti della scissione si verificano, nell'ultima data delle iscrizioni nell'atto di scissione in merito alle società beneficiarie. I tempi possono essere posdatati solo in caso di scissione per incorporazione¹⁰.

Nel momento in cui sono eseguiti gli atti di scissione, non è più possibile pronunciare l'invalidità e quindi i soci e i terzi che potrebbero essere danneggiati hanno solo l'opportunità di poter fare ricorso per eventuali azioni di risarcimento¹¹.

Elemento essenziale della scissione è il progetto di scissione, che deve essere unico per tutte le società interessate e la cui redazione è di competenza esclusiva dell'organo amministrativo delle società partecipanti. Elementi essenziali del progetto di scissione sono elencati nell'art. 2506bis c.c., e riprendono in buona parte gli elementi essenziali del progetto di fusione. Il progetto di scissione, durante i 30

¹⁰ www.fondazioneoic.eu

¹¹ www.irdgec.it

giorni che precedono la data fissata per deliberare l'operazione di scissione, deve essere depositato nelle sedi delle società partecipanti al progetto, affinché i soci possano prenderne visione e chiederne copia. Esso deve inoltre essere iscritto nel registro delle imprese del luogo in cui hanno sede le società partecipanti. Tra l'iscrizione del progetto di scissione e la data fissata per la decisione devono intercorrere almeno 30 giorni, salvo che i soci non rinuncino al termine con consenso unanime.

L'art. 2506ter c.c. prevede espressamente l'obbligo di redazione da parte dell'organo amministrativo delle società partecipanti alla scissione, di una situazione patrimoniale riferita a una data non inferiore a 120 giorni dalla data in cui il progetto è stato depositato nella sede della società (può essere sostituito dall'ultimo bilancio se non più vecchio di sei mesi). Tale documento deve essere redatto seguendo le norme sul bilancio di esercizio, costituendo di fatto un bilancio straordinario infrannuale (composto da SP,CE, nota integrativa e tutte le relazioni previste).

Deve poi essere redatta la relazione dell'organo amministrativo, da parte di tutti gli organi amministrativi delle società partecipanti alla scissione, più completa rispetto a quella della fusione. Tale relazione deve infatti illustrare e giustificare il progetto di scissione e in particolare il rapporto di cambio, indicandone i criteri di determinazione. Inoltre dovranno chiarire ai soci tutte le conseguenze di ordine strategico, produttivo, finanziario, commerciale, organizzativo ed occupazionale che l'operazione provoca. Infine deve illustrare i criteri di distribuzione delle azioni o quote e deve indicare il valore effettivo del patrimonio netto assegnato alle società beneficiarie e di quello che eventualmente rimanga alla società scissa.

Per quanto riguarda la giustificazione e l'illustrazione dei criteri che hanno portato alla determinazione del rapporto di cambio, è fondamentale precisare che spesso, nella scissione, tale rapporto non trae origine da semplici calcoli matematici, ma proviene dall'accordo raggiunto dai soci e più precisamente dagli amministratori che li rappresentano. In merito, si ricorda che *in caso di attribuzione non proporzionale* delle azioni o quote ai vecchi soci della scissa, occorre anche un

relazione di un esperto che giustifichi il motivo per il quale il rapporto di cambio non è basato su calcoli puramente matematici.

1.3 Il trattamento contabile delle Business Combination secondo i principi contabili internazionali

Negli anni l'esigenza di armonizzare le regole contabili nazionali con quelle internazionali ha rappresentato per la Comunità Europea uno dei principali obiettivi. La progressiva globalizzazione dei mercati, consistente nella sempre più rapida e facile migrazione dei capitali, della tecnologia, delle persone e delle idee, richiede che anche l'informazione economico-finanziaria possa essere fruita in ambiti che trascendono quelli dei singoli Stati; occorre cioè che gli operatori economici siano in grado di interpretare e di comparare i bilanci delle diverse imprese, ancorché operanti in Stati diversi.

Per questo motivo la Comunità Europea ha introdotto progressivamente i principi contabili internazionali IAS/IFRS dello IASB (International Accounting Standard Board) in ciascun Paese membro.

In origine, con il regolamento 1606/2002 l'Unione Europea aveva imposto a tutte le società quotate nei mercati regolamentati di predisporre il bilancio consolidato secondo i principi internazionali, lasciando la facoltà di estendere l'obbligo anche per i bilanci d'esercizio delle società quotate e ai consolidati e separati delle non quotate.

In Italia la direttiva è stata recepita con il D.Lgs. n. 38/2005, il quale ha previsto l'obbligo o la facoltà di applicare i principi contabili internazionali per alcune tipologie societarie, quali:

- società quotate;
- società con strumenti finanziari diffusi;
- banche e intermediari finanziari;

- imprese di assicurazione.

L'IFRS 3, relativo alle operazioni di aggregazione aziendale, pubblicato dallo IASB il 31 marzo 2004 e adottato dalla Commissione Europea con Regolamento n. 2236 del 29 dicembre 2004, ha sostituito il precedente IAS 22.

L'IFRS 3 è stato recentemente rivisto e parzialmente integrato/modificato dall'IFRS 3 “*Revised*” adottato con Regolamento n. 495/2009.

L'IFRS 3, nell'ottica della prevalenza della sostanza sulla forma di un'operazione di aggregazione aziendale, non distingue il trattamento contabile in base alla forma giuridica attraverso cui la stessa è posta in essere o alla tipologia di corrispettivo previsto, ma detta una disciplina uniforme che si basa unicamente sugli aspetti sostanziali dell'operazione. L'IFRS 3 prevede, infatti, un unico trattamento contabile indifferenziato, il cosiddetto *purchase method* o metodo dell'acquisto.

Le aggregazioni aziendali trattate dall'IFRS 3 corrispondono “*al complesso delle operazioni che combina più aziende o attività in un'unica entità economica*”¹². Secondo l'IFRS 3 per aggregazione aziendale (o *business combination*) deve intendersi l'acquisizione, da parte di un soggetto identificato (l'acquirente), del controllo di una o più attività aziendali distinte (l'acquisto) dove per controllo si intende il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'entità o attività aziendali (*businesses*) al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. Sulla base di questa definizione, il perimetro di applicabilità dell'IFRS 3 esclude una serie di aggregazioni aziendali quali:

- le *joint venture*, disciplinate dallo IAS 31;
- le aggregazioni tra entità soggette a comune controllo;
- le aggregazioni tra entità mutualistiche (aspetto modificato dall'IFRS *Revised*);

¹² IFRS, Appendice A

- le aggregazioni aziendali che danno luogo ad entità “contrattuali” e non di partecipazione, come, ad esempio, i contratti di consorzio, i contratti di rete ed i raggruppamenti temporanei d’impresa (aspetto parzialmente modificato dall’IFRS *Revised*).

L’IFRS 3 ha eliminato ogni possibilità di trattamento contabile alternativa al *purchase method*. In particolare ha eliminato la possibilità di optare per un metodo alternativo di contabilizzazione, per certi aspetti simile a quanto proposto dal nostro OIC 4, definito *pooling of interests*, vale a dire iscrizione delle attività dell’entità acquisita in continuità di valori contabili. Alla base del "*pooling of interests*" vi era la concezione che nelle unioni di imprese non vi sia il trasferimento del controllo tra soggetti economici. Di conseguenza, l'unione di imprese che si ottiene attraverso l'aggregazione dei soggetti interessati deve essere rilevata contabilmente aggregando i costi storici desunti dai relativi bilanci. In un'aggregazione contabilizzata secondo questa metodologia non emerge alcun avviamento.

Secondo il metodo dell'acquisizione ("*acquisition method*"), tutte le aggregazioni di imprese, a eccezione di quelle realizzate fra società sotto il comune controllo, assumono sotto il profilo contabile, la configurazione della "*acquisition*" ossia, della vera e propria acquisizione d'impresa¹³. Nelle acquisizioni, che possono essere realizzate attraverso metodologie e forme giuridiche differenti, si realizza sempre l'acquisizione, da parte di un soggetto diverso da quello che lo deteneva precedentemente, del controllo sul patrimonio e sui beni di un'impresa. In queste operazioni si verifica, nella sostanza, lo scambio delle attività nette di un'impresa contro un corrispettivo, che può essere rappresentato da denaro, azioni, crediti o altre attività.

L' *acquisition method*, dunque, prevede che nel bilancio individuale dell’entità acquirente il complesso aziendale acquisito debba essere sempre espresso al valore corrispondente al costo di acquisto. Quest’ultimo sarà pari al *fair value* alla data di

¹³ AA.VV., *Guida ai principi contabili internazionali*, Il Sole 24 Ore, 2005

acquisizione delle attività cedute e delle passività sostenute, in cambio del controllo del *business*, nonché dei costi direttamente attribuibili all'aggregazione aziendale.

Una volta definito il costo d'acquisto, l'acquirente dovrà riallocare tale costo sulle attività identificabili e sulle passività effettive e potenziali dell'entità acquisita, rilevandole al *fair value*. L'eventuale differenza positiva/negativa tra il prezzo d'acquisto ed il valore del patrimonio netto corrente (dato dalla differenza tra attività e passività rilevate al *fair value* come sopra specificato) costituirà avviamento/disavviamento.

L'applicazione dell'*acquisition method*, nell'impostazione originaria dell'IFRS 3 prevede, dunque, tre fasi fondamentali da seguire ai fini di una corretta contabilizzazione dell'aggregazione aziendale:

1. l'identificazione del soggetto acquirente;
2. la determinazione del costo dell'aggregazione;
3. l'allocazione, alla data di acquisizione, del costo dell'aggregazione aziendale alle attività e alle passività acquisite e potenziali assunte.

Identificazione del soggetto acquirente

Per tutte le aggregazioni aziendali deve essere individuato un acquirente. L'acquirente è l'entità aggregante che ottiene il controllo delle altre entità o attività aziendali aggreganti¹⁴.

L'identificazione dell'acquirente è fondamentale per stabilire chi otterrà il controllo delle altre entità partecipanti all'operazione. Il controllo è inteso come il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità o attività aziendale al fine di ottenere i benefici dalle sue attività. In generale si presume che un'entità abbia acquisito il controllo quando disponga, a seguito dell'operazione di

¹⁴ IFRS 3, paragrafo 17

aggregazione, di più della metà dei diritti di voto dell'entità acquisita a meno che non si dimostri che il controllo dell'entità acquisita rimanga comunque in capo ad altre entità.

L'IFRS 3, ai paragrafi 19-20, individua una serie di criteri alternativi e residuali per l'identificazione dell'acquirente. In particolare l'entità acquirente può essere individuata nel soggetto che abbia:

- *“il potere su più della metà dei diritti di voto dell'altra entità in virtù di un accordo con altri investitori;*
- *il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali dell'altra entità in forza di uno statuto o di un accordo;*
- *il potere di nominare o sostituire la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo dell'altra entità;*
- *il potere di disporre della maggioranza dei voti alle riunioni del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo dell'altra entità.”*

Infine, tra i criteri residuali, il paragrafo 20 individua alcune situazioni che possono segnalare l'esistenza di un'entità acquirente vale a dire:

- *“se il fair value di una delle entità aggreganti è significativamente maggiore di quello dell'altra entità aggregante, l'entità con il fair value maggiore è, con ogni probabilità, l'acquirente;*
- *se l'aggregazione aziendale avviene mediante uno scambio di strumenti ordinari rappresentativi di capitale con diritto di voto in cambio di denaro o altre attività, l'entità che versa il corrispettivo in denaro o in altre attività, è, con ogni probabilità, l'acquirente;*
- *se l'aggregazione aziendale consente alla direzione di una delle entità aggreganti di guidare la scelta del gruppo dirigente dell'entità risultante dall'aggregazione, l'entità la cui direzione è in grado di guidare tale scelta è, con ogni probabilità l'acquirente.”*

Nella realtà delle operazioni di aggregazione aziendale, fermi i criteri sopra menzionati per l'individuazione dell'entità acquirente e dell'entità acquisita, si possono verificare situazioni in cui l'applicazione del acquisition method presenti delle ulteriori complessità. È il caso delle acquisizioni mediante costituzione di una nuova entità e delle acquisizioni inverse. Nei casi di difficoltà nell'identificazione di un acquirente vi sono, di norma, indicatori che lo fanno presumere, per esempio:

- il fair value di un'impresa è significativamente maggiore di quello dell'altra impresa partecipante alla business combination; in tali casi, l'impresa che ha il maggior valore è l'acquirente;
- l'aggregazione di imprese avviene tramite lo scambio di azioni ordinarie con diritto di voto contro contanti o altre attività; in tali casi, l'impresa che effettua l'esborso in denaro o altre attività è verosimilmente l'acquirente;
- l'entità il cui management è in grado di effettuare la selezione del team di management dell'entità risultante dall'acquisizione è verosimilmente l'acquirente.

Il nostro ordinamento non dà alcuna importanza alle suddette fattispecie limitandosi a ragionare secondo un canone formalistico che può essere ricondotto all'equazione: incorporante = acquirente; incorporata = acquisita. I principi contabili internazionali, al contrario, ragionando secondo una logica di prevalenza della sostanza sulla forma, prevedono il medesimo trattamento contabile indipendentemente dal "verso" dell'operazione con ripercussioni notevoli sul relativo trattamento contabile. Infatti, saranno le attività e le passività dell'entità acquirente sul piano sostanziale (ovvero l'entità acquisita sul piano formale) ad essere valutate al rispettivo valore di libro, mentre saranno le attività e le passività dell'entità acquisita sul piano sostanziale (ovvero l'entità acquirente sul piano formale) che dovranno essere valutate al *fair value* con eventuale evidenziazione del relativo avviamento/disavviamento).

Costo di una aggregazione aziendale

L'acquirente deve determinare il costo di un'aggregazione aziendale come la somma complessiva di:

(a) i fair value (valori equi), alla data dello scambio, delle attività cedute, delle passività sostenute o assunte e degli strumenti rappresentativi di capitale emessi dall'acquirente, in cambio del controllo dell'acquisito; e inoltre

(b) qualunque costo direttamente attribuibile all'aggregazione aziendale¹⁵.

Il costo dell'acquisizione è quindi pari al fair value, alla data di scambio delle attività date, delle passività sostenute o assunte e delle azioni emesse dall'acquirente in cambio del controllo dell'impresa acquisita, più tutti i costi direttamente attribuibili all'aggregazione stessa. Anche in questo caso, si possono verificare delle fattispecie peculiari. Si può verificare, ad esempio, che l'acquisizione venga effettuata in più fasi. In questo caso il costo d'acquisto è pari alla sommatoria del costo di ciascuna transazione determinato alla data nella quale la stessa si verifica. Ancora, è possibile che il regolamento di tutto o di parte del corrispettivo dell'acquisizione sia differito. In questo caso il *fair value* del costo di ogni singola transazione deve essere determinato attualizzando alla data di ogni singolo scambio gli importi oggetto di regolamento¹⁶.

Se il corrispettivo è monetario, il costo dell'acquisizione corrisponde all'ammontare dei mezzi monetari trasferiti al venditore. Qualora il corrispettivo non sia monetario, è necessario determinare il fair value di quanto ceduto per il controllo. Nel caso in cui il corrispettivo sia rappresentato da attività o passività non monetarie, il costo dell'acquisizione è rappresentato dal fair value di tali attività e passività. Quando il corrispettivo è costituito dallo scambio di interessenze partecipative, l'IFRS 3 sottolinea come, laddove gli strumenti finanziari risultino quotati, il prezzo di borsa delle azioni emesse o scambiate dall'acquirente alla data di scambio

¹⁵ IFRS 3, paragrafo 24

¹⁶ AA.VV., *Principi contabili internazionali 2009. Testo completo e integrato dei principi contabili IAS/IFRS e interpretazioni SIC/IFRIC secondo i regolamenti (CE)*

rappresenti la miglior evidenza del *fair value* dell'entità acquisita e, dunque, il costo di acquisizione stesso.

La seconda componente del costo d'acquisizione è rappresentata dai cosiddetti costi accessori strumentali all'acquisto che devono essere imputati a incremento del costo dell'acquisizione. Questi costi possono essere ricondotti a tre categorie:

1. compensi professionali corrisposti a revisori, consulenti legali, periti o per la predisposizione di documenti informativi richiesti dalla normativa rilevante;
2. le spese di consulenza sostenute per identificare potenziali *target* da acquisire se è contrattualmente previsto che il pagamento sia effettuato solo se l'acquisizione vada a buon fine;
3. eventuali passività che si generino per effetto dell'operazione stessa.

Tutti questi costi non sono più previsti dall'IFRS 3R, il quale non prevede più che il costo di acquisizione comprenda anche i costi direttamente attribuibili all'aggregazione stessa.

L'IFRS 3 individua anche una serie di costi che, al contrario, non possono essere imputati a incremento del costo dell'acquisizione, in particolare:

1. i costi futuri che si prevede di sostenere in seguito all'acquisizione del controllo;
2. i costi di integrazione;
3. i costi per la negoziazione e l'emissione di passività finanziarie;
4. i costi per l'emissione di strumenti rappresentativi di capitale.

Infine, *se un accordo di aggregazione aziendale prevede rettifiche al costo dell'aggregazione subordinate ad eventi futuri, l'acquirente deve includere l'importo di tali rettifiche nel costo dell'aggregazione alla data di acquisizione se la rettifica è probabile e può essere determinata attendibilmente*¹⁷.

¹⁷ IFRS 3, paragrafo 32

L'allocazione, alla data di acquisizione, del costo dell'aggregazione aziendale alle attività e alle passività acquisite e potenziali assunte

La data di acquisizione è la data a partire dalla quale l'acquirente ottiene effettivamente il controllo dell'entità acquisita essendo rilevante non tanto il momento della stipula del contratto, quanto la data di trasferimento effettivo del controllo (ovvero il momento in cui avviene effettivamente il passaggio in capo all'acquirente dei benefici e dei rischi connessi all'investimento).

Quando l'acquisizione viene realizzata con un'unica operazione, la data dell'unica operazione coinciderà con quella di acquisizione. Se, al contrario, l'operazione viene realizzata in varie fasi con acquisti e scambi successivi di quote/azioni si avrà:

1. il costo dell'aggregazione pari al costo complessivo delle singole operazioni;
2. la data di acquisizione coincidente con la data in cui l'acquirente ottiene il controllo sull'entità acquisita.

La corretta individuazione della data di acquisizione ha notevole importanza visto che a partire da tale data l'acquirente dovrà includere nel proprio bilancio i risultati dell'entità acquisita e con riferimento alla medesima data si dovrà procedere alla misurazione del *fair value* delle attività e delle passività acquisite.

I principi contabili internazionali impongono la presenza di specifiche caratteristiche che devono essere presenti al fine di poter consentire alla società acquirente la loro iscrizione a bilancio. Al riguardo è necessario distinguere due gruppi: le attività e passività acquisite (escluse le attività immateriali) e le attività immateriali e passività potenziali. Con riferimento alle prime due, ogni elemento patrimoniale attivo o passivo oggetto di un'operazione di aggregazione deve presentare le seguenti caratteristiche:

- attendibilità nella determinazione del fair value¹⁸;
- probabilità di generare o assorbire benefici economici futuri¹⁹. In tal caso le attività (escluse quelle immateriali) dovrebbero generare in maniera probabile dei benefici economici futuri per la società investitrice; viceversa, dalle passività acquisite ci si attende che assorbano risorse alla produzione di benefici futuri.

Nella nuova formulazione dell'IFRS 3R, lo IASB ha eliminato il requisito autonomo dell'attendibilità nella determinazione del fair value, inserendolo direttamente nel principio di identificabilità contenuto nel Framework, che identifica le diverse poste patrimoniali e rispetto a ciascuna attribuisce un criterio di misurazione basato sull'attendibilità del risultato ottenuto.

Con riferimento, invece, al secondo gruppo lo IAS 38 prevede la presenza oltre che dei due requisiti appena enunciati, di altri due requisiti, ovvero:

- l'identificabilità dell'attività immateriale, nel senso di essere identificabile per poter essere separata dall'avviamento, che rappresenta la voce residuale. Il principio prevede che un'attività immateriale sia identificabile se possiede almeno una delle caratteristiche seguenti: a) è separabile, ossia può essere trasferita separatamente dall'entità; b) deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali;
- la controllabilità, la quale prevede che la società abbia il potere di usufruire dei benefici economici futuri derivanti dalla risorsa stessa e possa limitare l'accesso di soggetti terzi a tali benefici.

1.3.1 IFRS 3 Revised

Nel gennaio 2008 lo IASB, nella prosecuzione del progetto di convergenza con i principi contabili americani, ha pubblicato la versione rivista dell'IFRS 3; tale

¹⁸ IFRS 3R, BC 125

¹⁹ IFRS 3R, BC 126

principio deve essere applicato alle aggregazioni aziendali registrate dal 1 luglio 2009.

Le principali novità introdotte dal Regolamento n. 495/2009 riguardano i seguenti aspetti:

- l'estensione dell'ambito di applicazione dell'IFRS 3;
- una nuova definizione di aggregazione aziendale;
- la modifica della contabilizzazione dei corrispettivi potenziali e dei costi connessi all'acquisizione;
- la contabilizzazione delle aggregazioni aziendali realizzate in più fasi;
- l'introduzione dell'opzione di contabilizzare l'acquisizione secondo la teoria dell'entità.

In relazione all'estensione dell'ambito di applicazione è da sottolineare come, a seguito del processo di revisione, l'IFRS 3 si applichi ora anche alle aggregazioni aziendali a cui partecipano due o più entità di tipo mutualistico e a quelle aggregazioni aziendali in cui entità aziendali distinte o attività distinte si aggregano unicamente sotto il profilo contattuale senza, dunque, interessenze partecipative.

Per quanto riguarda la nuova definizione di aggregazione, l'attuale IFRS 3, enfatizzando la sostanza economica dell'operazione, ovvero l'ottenimento del controllo di un *business* da parte di un acquirente, definisce un'aggregazione aziendale come “*un'operazione in cui un acquirente ottiene il controllo di una o più attività aziendali*” mentre nella versione del 2004 l'aggregazione veniva definita come “*un'unione di entità o attività aziendali distinte in un'unica entità alla redazione di bilancio*”. Ancora, il concetto di attività aziendale (“*business*”) viene modificato stabilendo che trattasi di “*un insieme di attività o beni integrati che possono essere condotti e gestiti allo scopo di assicurare*” un rendimento agli investitori e dividendi, minori costi o altri benefici economici ai soci, membri o partecipanti.

Per ciò che riguarda i corrispettivi potenziali il nuovo IFRS 3 richiede che il “*corrispettivo trasferito in una aggregazione aziendale deve essere valutato al fair value calcolato come la somma dei fair value, alla data di acquisizione, delle attività, delle passività sostenute dall’acquirente per tali soggetti e delle interessenze emesse dall’acquirente*”, precisando, poi, che il corrispettivo che “*comprende qualsiasi attività o passività risultante da un accordo sul corrispettivo potenziale*” deve essere rilevato al *fair value*. La versione 2004 dell’IFRS 3 prevedeva, al contrario, che i corrispettivi potenziali fossero rilevabili solo qualora il pagamento fosse probabile e potesse essere determinato attendibilmente.

Un'altra novità riguarda le aggregazioni aziendali realizzate in più fasi. Nell’IFRS 3 *Revised* i singoli investimenti effettuati dall’acquirente nel capitale dell’acquisita, prima della data di acquisizione del controllo, devono essere contabilizzati in conformità allo IAS 28 (Partecipazioni in società collegate), allo IAS 31 (Partecipazioni in *Joint Venture*) o allo IAS 39 (Strumenti finanziari). Solo nel momento in cui si otterrà il controllo l’acquirente dovrà ricalcolare la partecipazione che deteneva in precedenza nell’acquisita al rispettivo *fair value* rilevando nel conto economico l’utile o la perdita risultante. Al contrario, nella versione precedente l’acquirente doveva trattare ciascuna operazione di acquisizione di capitale separatamente ai fini della determinazione dell’avviamento.

Un'ultima novità riguarda invece l'introduzione dell'opzione di contabilizzare l'acquisizione secondo la teoria dell'entità (*entity theory*), applicabile esclusivamente ai bilanci consolidati. Secondo tale teoria, il bilancio consolidato deve rappresentare tutte le risorse disponibili dell'entità, siano esse di pertinenza della capogruppo o delle minoranze. L'avviamento, quindi, secondo questa impostazione risponde alla definizione di asset sotto il controllo dell'impresa, e quindi è considerato un bene patrimoniale autonomo e non una parte dell'investimento effettuato dalla

capogruppo. Esso viene perciò rilevato per il suo intero ammontare (*full goodwill*) analogamente a quanto avviene per le altre attività e passività acquisite²⁰.

Secondo questa teoria pertanto, nelle acquisizioni non totalitarie l'acquirente riconosce nel bilancio consolidato post acquisizione anche il goodwill relativo alle interessenze dei terzi enfatizzando la visione del gruppo come unico soggetto economico. Tale impostazione potrebbe, quindi, tradursi in un significativo aumento del valore dell'avviamento e degli interessi di minoranza nelle acquisizioni non totalitarie.

²⁰ De Martino G., *La contabilizzazione delle aggregazioni aziendali tra l'IFRS3 e l'IFRS3 Revised*, Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 2008

CAPITOLO 2

CREAZIONE DI VALORE NELLE OPERAZIONI DI BUSINESS COMBINATION

2.1 Valutazione al fair value.

Nella valutazione di bilancio delle società, uno dei principali elementi da prendere in considerazione riguarda il concetto di costo storico, il quale basa le sue radici sul prezzo – costo pagato sul mercato al momento in cui un determinato bene viene acquistato.

Con l'adozione dei principi contabili internazionali il metodo di valutazione al costo storico viene sostituito con il metodo del *fair value* il quale indica il valore equo, ovvero il valore di mercato in un determinato momento di un determinato bene. Con questo metodo quello che si va a perdere è l'oggettività della valutazione in quanto gli analisti non si rifanno più a un documento come una fattura o un contratto, bensì a un valore che si genera sul mercato e che è frutto di scambi tra domanda e offerta²¹.

Nell'ambito del graduale processo di convergenza tra principi contabili internazionali e i principi contabili statunitensi, nel maggio 2011 lo IASB ha emanato l'IFRS 13 "*Valutazione del fair value*". In conformità al Regolamento n. 1255/2012 della Commissione Europea, le società che redigono il bilancio secondo i principi contabili internazionali adottati dall'Unione Europea sono tenute ad applicare l'IFRS 13 a partire dalla data di inizio del loro primo esercizio che cominci il 1° gennaio 2013 o in data successiva, qualora un altro IFRS richieda o consenta valutazioni al fair value o richieda informazioni integrative sulle valutazioni del fair value. Il

²¹ Rossi C., "*Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*", Giuffrè, 2003.

revisore legale o la società di revisione delle citate società dovranno tenere conto di tali novità.

L'IFRS 13 stabilisce un unico quadro IFRS per la valutazione del fair value e fornisce una guida completa su come valutare il fair value di attività e passività finanziarie e non finanziarie.

Secondo il metodo di valutazione al costo storico le attività vanno iscritte in bilancio all'importo monetario pagato, mentre quando è iscritto al fair value, il valore rispecchia il corrispettivo versato al momento di acquisizione delle attività; di contro le passività sono iscritte all'importo del corrispettivo che è ricevuto in cambio.

La valutazione al fair value è data dal corrispettivo al quale una determinata attività può essere scambiata sul mercato o una passività può essere estinta, in uno scambio tra le parti. Vi sono attività che non hanno transazioni comparabili e ciò avviene quando:

- non vi è una significativa variabilità nella fascia dei valori delle stime;
- le stime possono essere valutate attraverso un calcolo di probabilità, per valutarne gli importi.

L'IFRS 13 definisce il fair value come:

"The price that would be received to sell an asset or paid to transfer a liability in an orderly transaction between market participants at the measurement date."

Si tratta dunque del prezzo che si potrebbe ricevere per vendere un'attività o pagare per trasferire una passività in una transazione ordinaria tra partecipanti al mercato alla data di valutazione.

I metodi di valutazione del fair value possono essere i seguenti:

- costo Corrente, in cui le attività sono iscritte all'importo del denaro il quale dovrebbe essere pagato se un'attività fosse acquistata al momento

- stesso. Per quanto riguarda le passività esse sono iscritte al loro valore equivalente in quale non è attualizzato e che si prevede sarebbe necessario per estinguere quella data obbligazione in quel momento;
- valore di realizzo, in questo caso tutte le attività sono iscritte all'equivalente valore che potrebbe essere ottenuto vendendo in quel dato momento quella data attività. Le passività, invece, sono iscritte ai loro valori di regolamento, e cioè al valore non attualizzato, che si presuppone debba essere pagato per estinguere la stessa;
 - valore attuale, esso prevede che le attività siano iscritte al valore attuale, comprensivo dei flussi finanziari futuri in entrata, al loro valore netto. Le passività, in questo caso, sono iscritte al valore attuale attualizzato dei futuri flussi finanziari in uscita, sempre al loro valore netto.

Gli aspetti maggiormente rilevanti nella valutazione del fair value, secondo quanto previsto dall'IFRS 13, riguardano:

- *l'identificazione delle attività o passività oggetto di misurazione*, ossia si devono considerare le caratteristiche dello strumento che i partecipanti al mercato considerano al fine del pricing;
- *tipologia della transazione e identificazione del mercato*;
- *partecipanti al mercato*, ossia il fair value deve essere misurato utilizzando le assunzioni che sarebbero utilizzate da un qualsiasi partecipante al mercato per assegnare un prezzo allo strumento; non è necessario identificare specifici partecipanti al mercato, piuttosto si devono identificare le caratteristiche che li distinguono, sulla base della tipologia dello strumento;
- *il prezzo ricevuto/pagato*, non comprendente i costi di transazione; il rischio di inadempimento (debit valuation adjustment) diventa un elemento importante dell'analisi;
- *applicazione alle attività*: per un'attività non finanziaria si assume che il partecipante al mercato sia in grado di ricavare dall'attività "its

highest and best use". Tale massimo e migliore utilizzo deve essere legalmente permesso e finanziariamente sostenibile, determinato dal punto di vista del partecipante al mercato anche se l'entità utilizza il bene in un modo differente. Esso può essere determinato anche con riferimento al suo uso insieme ad altre attività o gruppi di attività;

- *applicazione alle passività*, ponendo come assunto che il partecipante al mercato al quale viene trasferita sarà responsabile del suo adempimento e ne avrà i diritti e obblighi derivanti. Il fair value di una passività deve riflettere l'effetto del rischio di inadempimento, assunto come uguale prima e dopo la transazione, che includa anche il rischio di credito dell'entità anche in funzione della tipologia di passività e dell'esistenza di garanzie;

Il fair value e il costo storico coincidono nel momento dell'acquisizione dell'entità, successivamente però il valore di tali entità che è presente in bilancio, viene adeguato al valore che in quel dato momento può essere scambiato sul mercato, piuttosto che la passività possa essere estinta in una transazione tra le parti.

Da quanto detto emerge quindi, che i valori del fair value sono "valori correnti", i quali potrebbero corrispondere a una possibile vendita in quella determinata data.

Un confronto tra i due metodi permette di evidenziare i punti di forza e di debolezza e soprattutto permette di spiegare come attraverso gli IFRS, è possibile ottenere tutte le informazioni qualitative.

- costo storico: tutti i dati esposti in bilancio con il metodo del costo storico, al netto degli ammortamenti, sono attendibili e certi, ma risultano essere obsoleti, in quanto non permettono di valutare effettivamente il patrimonio dell'azienda il quale nel tempo subisce delle modificazioni dovute anche al processo di avviamento che essa riesce ad autogenerare.

- fair value; i dati elaborati secondo il metodo del fair value risultano, invece, volatili, in quanto sono soggetti a modifiche ogni volta che viene redatto il bilancio e, considerando sempre i valori esterni, i quali rendono i risultati aziendali soggetti a modifiche derivanti dal mercato. Con tale metodo, le attività e le passività, sono esposte in bilancio in base alle quotazioni di mercato. La differenza rispetto al fair value precedente è imputata al conto economico oppure a una riserva del patrimonio netto: questo dipende dal tipo di attività (o di passività).

L'obiettivo dei principi contabili internazionali può essere sostanzialmente ricondotto alla possibilità di fornire informazioni strutturate sulle posizioni finanziarie, sul risultato economico e sui flussi di disponibilità liquide di un'impresa. Da questo emerge quanto i principi contabili mirino a fornire tutte le informazioni qualitative che permettono ai soggetti interessati di prendere decisioni riferite all'azienda.

Non tutte le attività e le passività possono essere valutate al fair value, perché vi possono essere degli strumenti che non hanno riscontro sul mercato, e quindi in tal caso sono effettuate le tecniche di valutazione, le quali comprendono l'utilizzo di strumenti adeguati, quali analisi dei flussi di cassa e i modelli di valutazione delle opzioni.

La tecnica di valutazione ha come obiettivo la determinazione del prezzo per effettuare un'operazione di business, e quindi informare i soggetti interessati e coinvolti in tale operazione. Esse si basano sull'utilizzo d'input di mercato. La tecnica di valutazione può effettuare una stima realistica del fair value se:

- riflette le valutazioni del mercato;
- gli input soggetti a valutazione rappresentano le aspettative del mercato ed il rischio che tali strumenti corrono.

Sistematicamente le entità devono essere soggette a controlli sulla validità delle tecniche utilizzate per la valutazione, con l'uso di prezzi derivanti da operazioni correnti di mercato sullo stesso strumento.

I dati esposti in bilancio secondo il metodo del costo storico sono dati certi ed attendibili, ma hanno un grande limite, essi sono obsoleti in quanto non permettono di valutare l'effettivo valore del patrimonio dell'impresa. Essi sono inoltre dei dati prevedibili, i quali non si modificano nel tempo e non sono soggetti a diminuzioni, tranne nel caso di processo di ammortamento.

2.2 Il valore economico e metodologie di valutazione.

Il valore di un'azienda è fondamentalmente legato alle sue capacità di generare risorse, nonché all'entità e alla qualità di quelle di cui è già in possesso.

L'implementazione di un'operazione di aggregazione implica anzitutto la necessità di procedere a una stima dei complessi aziendali o patrimoniale che, per effetto dell'operazione, vengono ad essere ceduti, scorporati o comunque aggregati. In queste ipotesi non ci si può affidare ai valori di mercato propri dei singoli beni, che risultano poco significativi in quanto ogni azienda ha peculiarità proprie che la rendono unica, ma anche perché il valore di scambio dipende dalla forza dei contraenti nel momento in cui avviene il trasferimento.

Dal punto di vista dei soggetti interessati, la corretta stima del valore da riconoscere al complesso aziendale è essenziale per poter trovare un accordo sui pesi partecipativi che devono essere riconosciuti a ciascun socio nella compagine sociale delle società partecipanti all'operazione.

In tale ottica, i due opposti per la determinazione del valore di stima sono:

- valore di cessione (ottica del cedente), con cui si giunge alla quantificazione del valore minimo da richiedere all'acquirente per trasferirgli la proprietà del complesso aziendale;

- valore di acquisizione (ottica dell'acquirente), con cui si giunge alla quantificazione del prezzo massimo per cui può ritenersi non conveniente l'acquisto del complesso aziendale.

In relazione al tema della creazione del valore, si possono distinguere due momenti:

- 1) CONTROLLO DEL VALORE: la creazione del valore e la periodica misurazione del valore sono viste in modo efficace per stabilire la reale performance dell'impresa.
- 2) GESTIONE DEL VALORE: quale ricerca delle opportunità per accrescere il valore del capitale economico. Uno strumento è il Visual-Basic Planing, cioè la pianificazione incentrata sulla creazione di valore²². Si individuano le aree d'affari che generano o distruggono valore, e quindi le aree in cui apportare risorse e quelle invece da eliminare.

Il concetto di valore può essere inteso in due diversi modi²³: il valore come fondo, che viene misurato analizzando gli elementi patrimoniali dell'impresa in un determinato istante temporale, oppure il valore come flusso, che analizza invece le variazioni che si verificano negli elementi che costituiscono il capitale d'impresa. In questo modo si ha maggiore attenzione alla capacità dell'azienda di produrre nel breve periodo flussi di cassa. Questo ultimo concetto di valore, viene misurato attraverso la valutazione del capitale economico dell'azienda. Perché si crei valore economico in una operazione di business combination deve valere la seguente condizione:

$$W(A,B) > W(A) + W(B)$$

Pertanto, il capitale economico che si genera a seguito di un'operazione di aggregazione aziendale deve essere maggiore alla somma dei valori economici delle società partecipanti all'operazione. In caso di uguaglianza non si crea valore, ma

²² Slide Aldo Pavan

²³ Zanetti E., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, 2013

semplicemente la società A acquisisce il valore economico della società B. Tuttavia, se il prezzo pagato per la società B è inferiore a quanto acquisito in termini di valore economico, la società acquirente A accresce il proprio valore economico (per effetto del basso prezzo pagato).

I principali metodi di valutazione dell'azienda sono:

1. metodi patrimoniali;
2. metodi reddituali;
3. metodi finanziari;
4. metodo analitico con determinazione autonoma dell'avviamento;
5. metodo dell'Economic Value Added (E.V.A.);
6. metodo dei coefficienti moltiplicativi.

2.2.1. *Metodi patrimoniali*

Il metodo patrimoniale si fonda sul concetto di valore come fondo, pertanto è fondato su ciò che l'azienda dispone in un determinato momento, senza considerare la sua capacità di generare risorse. Di per sé non è mai un metodo corretto di valutazione del capitale economico, ma è spesso un'informazione indispensabile per completare le stime effettuate. Inoltre, è indubbiamente utile quando il patrimonio dell'azienda è costituito principalmente da cespiti.

Si possono distinguere due tipologie di stime con il metodo patrimoniale²⁴:

- stime patrimoniali semplici, quando nell'attivo sono presenti solo beni materiali;

²⁴ Guatri L., Bini M., "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, Milano, 2005

- stime patrimoniali complesse, quando si rende necessario la valorizzazione anche di beni immateriali.

I metodi patrimoniali semplici prevedono la rettifica e la riespressione dei componenti attivi e passivi a valori correnti. E' normale infatti che il valore iscritto in bilancio non coincida con il valore corrente, in quanto nel tempo possono verificarsi mutamenti nelle condizioni di utilizzo dei beni, ma possono intervenire anche variazioni nelle condizioni economiche di ambiente e di mercato.

Il lavoro di rettifica consiste in una ricognizione di tutti gli elementi attivi e passivi, soppesando l'effettiva esistenza di ognuno di essi. Si arriverà pertanto ad avere un "capitale netto rettificato" che farà emergere i plusvalori latenti, pertanto comprensivo delle riserve palesi e occulte, che possono riguardare le aree delle immobilizzazioni, del magazzino e delle partecipazioni.

In molti casi non è possibile fermarsi a valutare i soli beni materiali, perché nasce l'esigenza di tenere conto anche di alcuni elementi intangibili (marchi, brevetti, know-how). Molti di questi beni non sono iscritti in bilancio, oppure possono essere iscritti ma non a valori adeguati. Si utilizzeranno quindi le stime patrimoniali complesse, che considerano anche gli *intangible assets* nel processo valutativo, a condizione che questi siano misurabili e che abbiano una utilità pluriennale.

Ad esempio, un buon criterio per deciderne la presa in considerazione può sicuramente essere rappresentato dalla loro attitudine a essere oggetto di trasferimento autonomo, o comunque dall'averne una loro separata fruibilità²⁵.

2.2.2. *Metodi reddituali*

I metodi reddituali si basano sull'ipotesi che il valore economico del capitale aziendale è in funzione del reddito che l'azienda è potenzialmente in grado di

²⁵ Guatri L., Bini M., "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA, Milano, 2005

produrre in futuro. L'azienda viene vista quindi come un complesso unitario, non scindibile in elementi distinti.

Il metodo reddituale consiste nel capitalizzare, a un tasso opportuno, la serie di risultati che l'impresa o l'autonomo complesso di beni possa fornire in un periodo di tempo più o meno esteso. La previsione può essere riferita:

- a un periodo illimitato, calcolato utilizzando la funzione del valore attuale della rendita perpetua, cioè:

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

In tale metodo si accettano due ipotesi semplificatrici, ossia che il dato da assumere a base di calcolo è il reddito normale e che la durata del reddito ha un tempo indefinito.

- a un periodo limitato di anni, basandosi dunque sulla convinzione che la stimata capacità di reddito abbia comunque una durata definita. In questo caso si utilizza la funzione del valore attuale della rendita annua posticipata

$$W = R * a_{ni}$$

Con questo secondo metodo una semplificazione viene meno, in quanto il tempo è definito.

Queste formule prevedono quindi l'utilizzo di tre variabili, il reddito normale, il tempo di analisi e il tasso di attualizzazione.

Per quanto riguarda il reddito da assumere nel calcolo, esso dovrebbe essere rappresentativo della capacità di reddito che, nel momento della valutazione, l'azienda è in grado di prospettare. Una attendibile proiezione dei flussi reddituali futuri deve basarsi sui dati storici, cioè sui redditi prodotti negli anni precedenti, depurati da elementi occasionali e non caratteristici. Tale dato deve essere poi

integrato dalle valutazioni relative alla capacità reddituale prospettica dell'azienda, desunta dal settore di appartenenza e dalla sua possibile evoluzione²⁶.

L'orizzonte temporale di riferimento può essere illimitato oppure limitato a un arco temporale specifico, che di solito è compreso tra 5 e 10 anni, a seconda del settore in cui opera e delle caratteristiche dell'azienda.

Infine, il tasso di attualizzazione è il tasso al quale scontiamo i flussi di reddito attesi nei prossimi anni. Il tasso deve essere coerente con il flusso di reddito stimato, nel senso che deve tenere conto dell'inflazione e delle imposte; pertanto si tratterà di un tasso reale e non nominale. Inoltre, il tasso dovrebbe misurare il rendimento atteso dal capitale investito in aziende appartenenti allo stesso settore e con caratteristiche analoghe. Le componenti di tale tasso sono il saggio di rendimento del capitale impiegato in investimenti privi di rischio e il premio per il rischio.

2.2.3. *Metodi finanziari (Discounted Cash Flow Method)*

I metodi finanziari esprimono valutazioni di "*capitale potenziale*"²⁷. Essi trattano l'azienda da valutare alla stregua di un normale investimento, pertanto il valore del capitale aziendale è definito dal valore attuale dei flussi di cassa prospettici, cioè da quanto potrebbe soddisfare le aspettative di un investitore.

La principale caratteristica del metodo finanziario è l'utilizzo del criterio di cassa rispetto a quello di competenza. Ciò significa che il metodo finanziario tende ad eliminare tutti gli effetti contabili tipici del principio di competenza, per cui restano rilevanti ai fini della costruzione dei flussi di cassa solo i costi e i ricavi monetari la cui attualizzazione porta al risultato finale.

$$W_0 = F_1 * v^1 + F_2 * v^2 + F_3 * v^3 + \dots + F_n * v^n$$

²⁶ Zanetti E., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, 2013

²⁷ Zanetti E., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, 2013

W_0 = valore dell'azienda

F = flussi di cassa disponibili negli anni 1,2,3,...,n

v = coeff. di attualizzazione

Il coefficiente di attualizzazione è in relazione al tasso i, e si ottiene attraverso il tasso di rendimento nominale depurato dall'inflazione:

$$\frac{(1 + \text{tasso di rendimento nominale})}{(1 + \text{tasso di inflazione})} - 1$$

Un aspetto rilevante è l'impossibilità di determinare la durata: appare complesso utilizzare i flussi di cassa analiticamente stimati per tutto il tempo di vita dell'azienda. E' pertanto più idoneo per valutazioni in cui la durata di vita dell'azienda è, per circostanze obiettive, limitata a un numero non elevato di anni futuri.

2.2.4. Metodo analitico con determinazione autonoma dell'avviamento

I metodi misti costituiscono una mediazione tra il metodo patrimoniale e quello reddituale: unisce gli elementi di verificabilità corrente del metodo patrimoniale alla considerazione delle aspettative reddituali.

Il metodo analitico con determinazione autonoma dell'avviamento si fonda sul presupposto che un ipotetico acquirente dell'azienda oggetto di valutazione sia disposto a pagare il valore netto dell'azienda ceduta (capitale netto rettificato) più un'ulteriore somma a titolo di avviamento se il reddito atteso aziendale è maggiore del reddito normale. Questo maggior valore, *surplus*, rappresenta un sovrapprofitto che dipende dalla forza contrattuale dell'azienda.

$W_a = K + \text{avviamento}$

L'avviamento è il valore attuale, al tasso i' del sovrapprofitto, cioè della differenza tra il reddito medio atteso e il reddito normale, ottenibile da un investimento

alternativo con il medesimo grado di rischio, al netto dell'inflazione corrente, per un numero di anni n .

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

Dove R è il reddito medio atteso, K è il patrimonio netto rettificato, i è il tasso di rendimento normale del settore, n è il periodo di riferimento e i' è il tasso di attualizzazione dell'avviamento.

L'avviamento è determinato da un complesso di circostanze in base alle quali l'azienda viene considerata capace di produrre durevolmente dei profitti. In via di principio, ciò è essenzialmente dovuto alla clientela legata ad un'azienda in funzionamento, rispetto ad un'azienda che inizia l'attività. Comunque, i principali elementi che influiscono nella valutazione extra-contabile riguardano:

- l'ubicazione dell'azienda
- il buon nome acquisito dall'azienda sul mercato
- la disponibilità di mano d'opera qualificata
- i metodi organizzativi ormai collaudati
- l'efficienza tecnico economica dell'azienda

2.2.5. *Metodo dell'Economic Value Added (E.V.A.)*

È un indicatore di performance che mette a confronto il rendimento del capitale investito con il costo dello stesso, e rileva se l'azienda ha creato o meno valore. La nuova ricchezza prodotta, secondo la logica dell'EVA, è il maggior valore che si riesce ad aggiungere al capitale operativo investito nell'azienda.

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{WACC} * C$$

Oppure

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

Il NOPAT è il reddito derivante dalla gestione caratteristica dell'impresa, dedotte le imposte ma al lordo degli oneri finanziari e delle poste contabili non monetarie (l'unica componente non monetaria è l'ammortamento). La scelta del NOPAT è giustificata dal fatto che la grandezza reddituale da rapportare al capitale investito deve rappresentare ciò che resta disponibile per la remunerazione degli investitori, cioè per tutti i soggetti apportatori del capitale investito²⁸.

C è il capitale investito incrementato dei valori non espressi o con il tempo eliminati, al fine di ricostruire l'ammontare complessivo del capitale investito effettivamente esistente e utilizzato per la produzione della nuova ricchezza. I principali interventi correttivi riguardano²⁹:

- la capitalizzazione di alcuni intangibles specifici, quali i costi di ricerca e sviluppo e di marketing;
- il ripristino nell'attivo del valore di avviamento pagato in occasione di una eventuale acquisizione di azienda, e che sia stato nel frattempo ammortizzato;
- i fondi rischi e oneri, che vanno sommati al capitale proprio;
- l'aggiunta al capitale investito della riserva LIFO

Gli interventi correttivi consentono di pervenire a un valore del capitale investito meno influenzato dalle convenzioni contabili e più aderente agli andamenti gestionali.

Il WACC può essere così espresso:

$$WACC = k_e * \frac{E}{D + E} + Y * \frac{D}{D + E}$$

²⁸ Potito L., "Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese", Giappichelli Editore, Torino 2009.

²⁹ Slide Aldo Pavan

Y = costo del debito, dato dal costo medio atteso del debito dell'impresa al netto dello scudo fiscale

K_e = costo del capitale proprio, che attraverso l'utilizzo del modello CAPM, può essere ricavato come:

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

Dove r_f è il rendimento di un investimento privo di rischio e r_m è il rendimento atteso di mercato: la differenza tra questi due è il premio per il rischio. B è un coeff. di rischio della specifica attività d'impresa.

Il metodo dell'EVA può essere utilizzato ai fini della valutazione del capitale economico, utilizzando l'equazione seguente:

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

2.2.6. *Metodo dei coefficienti moltiplicativi*

Il metodo dei coefficienti moltiplicativi di mercato si basa sull'ipotesi che aziende dello stesso settore, strutturalmente simili e in contesti simili, siano comparabili.

Si articola in quattro momenti principali:

- 1) scelta di un gruppo di aziende comparabili;
- 2) calcolo dei multipli delle aziende selezionate;
- 3) calcolo dei multipli medi del gruppo di aziende;
- 4) applicazione dei multipli medi all'azienda in esame.

Il procedimento passa attraverso la conversione dei prezzi fatti dal mercato in coefficienti o multipli, ottenuti rapportando tali prezzi a tipiche grandezze, reddituali finanziarie o anche patrimoniali, delle imprese cui si riferiscono. Il procedimento si

conclude con l'applicare il multiplo alla medesima corrispondente grandezza dell'impresa da valutare, ottenendo così il valore di quest'ultima attraverso una semplice moltiplicazione.

I coefficienti moltiplicativi possono essere suddivisi in quattro tipologie: azionari (rapporto tra prezzo dell'azione e utile per azione), di bilancio (rapporto tra capitale investito e fatturato), extracontabili e empirici.

Tale metodo deve essere utilizzato con cautela: è emerso in più occasioni che i multipli, da soli, appaiono inadeguati, soprattutto in condizioni di mercato ad alta variabilità. Possono però svolgere una importante funzione di supporto, in quanto possono prestarsi come parametri di controllo e di confronto tra le aziende.

2.3 Valore differenziale nella valutazione delle acquisizioni (avanzo/disavanzo) e destinazione secondo la normativa OIC.

Determinati dunque i capitali economici delle società partecipanti alla fusione, è necessario ora analizzare le differenze che si generano in tale contesto, originate dalla differenza tra l'aumento di capitale sociale deliberato dalla società incorporante e la corrispondente frazione di patrimonio netto contabile dell'incorporata detenuto dai soci terzi.

Tali differenze possono essere ricollegate a due tipologie (paragrafo 4.4.3. - OIC 4):

- le differenze da concambio, che emergono dal confronto tra il valore del patrimonio netto contabile dell'incorporata e l'aumento di capitale sociale effettuato dall'incorporante. I disavanzi da concambio sorgono nel caso in cui il valore effettivo del capitale della società incorporante per unità di valore nominale sia inferiore a quello della società incorporata e derivano dunque dal maggiore apprezzamento relativo (per unità di valore nominale) delle

azioni o quote della seconda rispetto a quelle della prima³⁰. Sotto il profilo economico l'OIC 4 attribuisce al disavanzo da fusione la natura di costo d'acquisizione proprio in ragione del fatto che ai soci della società incorporante viene riconosciuto, negozialmente, un valore corrente della propria partecipazione maggiore rispetto al valore contabile della frazione di patrimonio netto precedentemente detenuta.

Sotto il profilo contabile il disavanzo funge da posta di pareggio in quanto la società incorporante si troverà ad iscrivere le attività e le passività, secondo il principio generale delle continuità dei valori contabili, agli stessi valori cui erano iscritti in capo alla società incorporata, registrando al contempo un aumento del capitale sociale a favore di terzi maggiore rispetto al patrimonio netto contabile di pertinenza degli stessi. Tale maggior incremento del capitale sociale dell'incorporante rispetto al patrimonio netto contabile di terzi, incorporato a seguito del "consolidamento" della società fusa, crea per l'appunto uno squilibrio tra passività ed attività "consolidate" che viene riequilibrato con l'iscrizione, tra le attività, di un disavanzo da concambio.

Discorso opposto può essere fatto per gli avanzi da concambio i quali sorgono nel caso in cui il valore effettivo del capitale della società incorporante per unità di valore nominale sia superiore a quello della società incorporata.

Sotto il profilo economico l'avanzo da fusione può essere assimilabile ad una riserva di sovrapprezzo azioni in ragione del fatto che ai soci della società incorporante viene riconosciuto, negozialmente, un valore corrente della propria partecipazione minore rispetto al valore contabile della frazione di patrimonio netto precedentemente detenuta e dunque un aumento di capitale minore rispetto al valore contabile del patrimonio netto apportato.

Sotto il profilo contabile, l'avanzo funge da posta di pareggio in quanto la società incorporante si troverà ad iscrivere le attività e le passività agli stessi valori cui erano iscritti in capo alla società incorporata registrando, al contempo, un aumento del capitale sociale a favore di terzi minore rispetto al

³⁰ G. Savioli

patrimonio netto contabile di pertinenza degli stessi. Detto minor incremento del patrimonio netto dell'incorporante rispetto al patrimonio netto contabile di terzi, incorporato a seguito del "consolidamento" della società fusa, crea per l'appunto uno squilibrio tra passività ed attività "consolidate" che viene riequilibrato con l'iscrizione, tra le passività, di un avanzo da concambio.

- le *differenze da annullamento*, da ultimo, emergono nel caso in cui la società incorporante detenga una partecipazione nella società incorporata. Anch'esse si distinguono in disavanzo da annullamento ed avanzo da annullamento. Entrambe le differenze hanno la medesima origine contabile dato che derivano dal "consolidamento" delle attività e delle passività della società incorporata nella misura in cui il valore cui è iscritta la partecipazione nel bilancio dell'incorporante risulti essere diverso dal valore del patrimonio netto contabile dell'incorporata. In particolare si è in presenza di un disavanzo da annullamento quando il valore di carico della partecipazione da annullare è superiore alla corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata mentre si è in presenza di un avanzo da annullamento quando il valore di carico della partecipazione da annullare è inferiore alla corrispondente quota di patrimonio netto contabile dell'incorporata.

Il disavanzo da annullamento, e dunque il maggior valore di carico della partecipazione rispetto al patrimonio netto contabile di pertinenza, può avere diverse cause economiche quali:

- all'atto dell'acquisto si è tenuto conto delle plusvalenze latenti sui beni della società, del relativo avviamento, di entità immateriali non iscritte nel bilancio (attività immateriali di origine interna o completamente ammortizzate, quali concessioni, marchi, *know how*, etc.), delle sinergie derivanti dalla gestione unitaria della società;
- la partecipazione ha subito nel corso del tempo rivalutazioni mentre i beni della partecipata non sono stati rivalutati;
- la società incorporata ha nel tempo registrato delle perdite d'esercizio che tuttavia, non essendo state repute durevoli, non hanno portato alla svalutazione della partecipazione;

- il prezzo pagato per l'acquisto della partecipazione è stato eccessivo rispetto al valore economico effettivo della medesima (cattivo affare)³¹.

Sotto il profilo contabile il disavanzo funge da posta di pareggio in quanto la società incorporante si troverà ad iscrivere le attività e le passività, secondo il principio generale delle continuità dei valori contabili, agli stessi valori cui erano iscritti in capo alla società incorporata annullando al contempo una partecipazione di valore maggiore rispetto al patrimonio netto contabile di propria competenza. Detto maggior valore della partecipazione rispetto al patrimonio netto contabile di competenza, incorporato a seguito del "consolidamento" della società fusa, crea per l'appunto uno squilibrio tra passività ed attività "consolidate" che viene riequilibrato con l'iscrizione, tra le attività, di un disavanzo da annullamento.

L'avanzo da annullamento, invece, sotto il profilo economico può derivare da una delle seguenti ragioni:

- il patrimonio netto della società incorporata vale effettivamente di più del prezzo pagato per l'acquisto della partecipazione (buon affare);
- i beni della partecipata sono stati assoggettati a rivalutazione mentre la partecipazione non è stata rivalutata;
- nel periodo intercorrente tra l'acquisizione della partecipazione e la data di efficacia della fusione si sono formate riserve di utili, non riflesse nel valore contabile della partecipazione poiché valutata al costo;
- nel prezzo di acquisto si è tenuto conto di minusvalenze latenti sui beni dell'incorporata, di fondi rischi o spese future non rilevati nel suo bilancio o di un suo avviamento negativo.

Sotto il profilo contabile l'avanzo funge da posta di pareggio in quanto la società incorporante si troverà ad iscrivere le attività e le passività, secondo il principio generale delle continuità dei valori contabili, agli stessi valori cui erano iscritti in capo alla società incorporata annullando al contempo una

³¹ Si rinvia all'OIC 4, paragrafo 4.4.3.1;

partecipazione di valore minore rispetto al patrimonio netto contabile di propria competenza. Detto minor valore della partecipazione rispetto al patrimonio netto contabile di competenza, incorporato a seguito del “consolidamento” della società fusa, crea per l’appunto uno squilibrio tra passività ed attività “consolidate” che viene riequilibrato con l’iscrizione, tra le passività, di un avanzo da annullamento.

Per quel che riguarda il trattamento contabile delle differenze di fusione, gli artt. 2504 *bis* e 2505 *bis* C.C. prendono in considerazione congiuntamente le diverse tipologie di differenze di fusione e ciò al pari dell’OIC 4 il quale tuttavia sottolinea, come sopra esposto, la diversa natura delle stesse. In particolare, per quanto concerne i disavanzi (da concambio o da annullamento), l’art. 2504 *bis* prevede che “*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, nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6 dell’art. 2426 ad avviamento.*” Il disavanzo pertanto dovrà/potrà essere allocato sulle attività e le passività oggetto di “consolidamento” contabile solo nei casi in cui il valore corrente di dette attività/passività risulti essere superiore/inferiore al valore di carico che le stesse avevano nel bilancio della società fusa o incorporata. L’OIC 4 prevede che le attività/passività suscettibili di essere rivalutate/svalutate non sono solo quelle iscritte nel bilancio di chiusura delle società incorporate o fuse, ma anche le altre attività/passività effettivamente esistenti nel loro patrimonio ancorché non contabilmente rilevate (è il caso ad esempio degli intangibles sviluppati internamente). L’imputazione del disavanzo sulle singole attività/passività avverrà per un valore pari alla differenza tra i valori correnti riconosciuti ed i valori contabili cui le stesse erano iscritte³².

³² A norma dell’art. 172 del T.U.I.R. le differenze di fusione sono irrilevanti fiscalmente a meno che non si proceda all’affrancamento mediante il versamento dell’imposta sostitutiva, ai sensi del comma 10-*bis* del medesimo articolo, ottenendo così la piena rilevanza fiscale dei maggiori valori iscritti. Ne deriva che, a seguito del disallineamento tra valori contabili e fiscali, occorrerà rilevare la conseguente fiscalità differita legata all’ineducibilità degli ammortamenti sui maggiori valori iscritti. Il valore corrente dovrà pertanto essere in grado di assorbire sia l’imputazione del disavanzo sia il

La prassi contabile ufficiale però, pur non escludendo che in talune circostanze il disavanzo di fusione possa determinarsi per importi maggiori di quelli fino a concorrenza dei quali può essere individuato un preciso significato economico, ritiene che *"La suddetta tesi che il disavanzo da concambio (anche quando in sostanza è dovuto al maggior apprezzamento del valore effettivo del patrimonio della società incorporata rispetto ai suoi valori contabili), non possa mai corrispondere, neanche in parte, a plusvalori latenti esistenti nel patrimonio dell'incorporata dei quali si è tenuto conto nel determinare il rapporto di cambio, e quindi, nel determinare l'entità dell'aumento di capitale dell'incorporante a servizio della fusione, non può essere condivisa"*³³.

In particolare, l'OIC 4 sottolinea come nei contesti nei quali il rapporto di concambio è frutto della negoziazione tra parti indipendenti, il disavanzo da concambio corrisponde sul piano economico ad una parte del "costo di acquisizione" dell'incorporata o della società fusa *"ed è giustificato da un effettivo maggior valore della incorporata rispetto al suo attivo netto contabile"*.

La parte del disavanzo che non potrà essere allocata sulle singole attività e passività, e che dunque non troverà ragion d'essere nel maggior/minor valore corrente delle stesse, potrà essere imputata ad avviamento solo una volta che sia stata verificata in concreto l'iscrivibilità della stessa. In particolare dovranno essere rispettate le condizioni poste dall'art. 2426 comma 1 numero 6 c.c. vale a dire:

- che l'avviamento sia stato acquisito a titolo oneroso;
- che l'avviamento sia iscritto nei limiti del costo sostenuto.

La prima condizione, per definizione, nelle *business combinations* si darà sempre per avverata. La seconda condizione pone invece un tetto massimo al valore dell'avviamento il quale, naturalmente, non potrà essere maggiore del disavanzo residuo dopo che questo sia stato in parte allocato sui maggiori valori correnti di attività/passività. Inoltre, nei limiti di cui sopra, l'avviamento potrà essere iscritto

corrispondente ammontare delle imposte differite. Si veda per approfondimenti l'OIC paragrafo 4.4.3.1

³³ Documento OIC 4, paragrafo 4.4.3.1

solo nel caso in cui esso esista veramente o meglio rappresenti effettivamente la capacità dell'azienda fusa o incorporata di produrre flussi reddituali o di cassa tali da giustificare un valore, assegnato all'azienda incorporata, maggiore rispetto alla sommatoria degli elementi patrimoniali a valori correnti che la compongono.

Nel caso in cui si dovesse riscontrare l'insussistenza, in tutto od in parte, dell'avviamento, la porzione di disavanzo non allocata dovrà essere portata a decremento del patrimonio netto della società incorporante o risultante dalla fusione qualora esistano riserve sufficientemente capienti e, per la parte eccedente, eventualmente contabilizzate, come perdita, in conto economico. In tema di avanzi di fusione l'art. 2505 bis prevede 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”*.

Nel caso in cui l'insorgenza di un avanzo da annullamento rappresenti effettivamente l'esteriorizzazione dell'accrescimento patrimoniale derivante dal "buon affare" realizzato dall'incorporante in sede di acquisizione della partecipazione, l'art. 2504bis c.c. (a seguito delle integrazioni introdotte dal D.Lgs. 310/2004) ne avalla la contabilizzazione quale voce di patrimonio netto, assimilabile dal punto di vista concettuale all'utile dell'operazione precedentemente inespresso³⁴.

Dette disposizioni civilistiche devono tuttavia essere integrate da quanto previsto in proposito dall'OIC 4. Il principio contabile richiede che preliminarmente, ovvero prima di iscrivere l'avanzo ad un'apposita voce del patrimonio netto e/o in una voce dei fondi per rischi ed oneri, venga svolta un'analisi sull'effettiva consistenza patrimoniale della società fusa o incorporata. Infatti l'avanzo di fusione, potrebbe derivare in tutto od in parte dall'esistenza di passività/attività di valore maggiore/minore rispetto a quanto esposto nel bilancio di chiusura della società fusa o incorporata. In questa ipotesi l'avanzo dovrebbe essere allocato, per la differenza

³⁴ Zanetti E., Manuale delle operazioni straordinarie, Eutekne, 2013

rispetto al valore contabile così come abbiamo avuto modo di vedere trattando del disavanzo di fusione, sulle maggiori passività esposte a valori correnti.

Svolta questa attività di verifica preliminare sarà necessario altresì verificare se l'avanzo di fusione abbia o meno la natura di posta del patrimonio netto o se, al contrario, rappresenti un minor valore, rispetto alla sommatoria degli elementi patrimoniali a valori correnti, attribuito all'azienda fusa o incorporata in considerazione di eventuali perdite o flussi di cassa negativi che prospetticamente la stessa produrrà. In questo ultimo caso l'avanzo dovrà essere iscritto nel passivo in un fondo rischi ed oneri denominato “*fondo rischi per oneri e perdite di fusione*”³⁵ che negli esercizi successivi sarà utilizzato per coprire le perdite che via via matureranno.

Nel caso in cui, al contrario, l'avanzo di fusione abbia la natura di posta del patrimonio netto questo sarà contabilizzato in una riserva denominata “riserva avanzo da fusione” oppure utilizzato per la ricostituzione nel bilancio dell'incorporante delle riserve in sospensione d'imposta presenti nei bilanci delle società fuse o incorporate.

2.4 La destinazione del valore differenziale secondo gli standard internazionali

2.4.1. *Iscrizione iniziale del goodwill nelle Business Combination (IFRS 3R)*

I principi contabili internazionali prevedono che l'avviamento acquisito mediante un'operazione di *business combination* sia iscritto dal soggetto acquirente quale attività e inizialmente misurato come differenza tra il costo dell'aggregazione e il *fair value* delle attività acquisite, passività acquisite e passività potenziali della

³⁵ Sin rinvia all'OIC 4, paragrafo 4.4.3.2.

società target. In tale confronto possono emergere i due casi precedentemente descritti:

- il costo dell'aggregazione è uguale al valore corrente delle attività e delle passività oggetto dello scambio;
- il costo dell'aggregazione è differente dal valore corrente delle attività e delle passività oggetto dello scambio.

Nel primo caso, contabilmente, non emerge alcuna differenza in quanto l'esborso dell'aggregazione coincide con il fair value delle attività e passività oggetto dello scambio. Nel secondo caso si possono rilevare due diverse differenze:

- positiva, se il costo dell'aggregazione è superiore al valore corrente delle attività e delle passività oggetto dello scambio (definiti, secondo la normativa nazionale, disavanzi);
- negativa, se il costo dell'aggregazione è inferiore al valore corrente delle attività e delle passività oggetto dello scambio (definiti, secondo la normativa nazionale, avanzi);

La differenza fra il costo dell'acquisizione e il totale delle attività nette così contabilizzate costituisce l'avviamento positivo o negativo (rappresentato quest'ultimo da un'eccedenza del fair value delle attività nette dell'impresa acquisita rispetto al costo dell'acquisizione).

Il metodo di allocazione, previsto dall'IFRS 3R, stabilisce che il prezzo d'acquisto sia:

- in via prioritaria, ripartito, in base al rispettivo *fair value*, sulle attività e sulle passività, anche potenziali, che fossero iscritte nel bilancio dell'entità acquisita e che siano iscrिवibili nel bilancio dell'entità acquirente e/o sulle attività e sulle passività che non fossero iscritte nel bilancio dell'entità acquisita ma che tuttavia siano iscrिवibili, ricorrendone i requisiti, nel bilancio dell'entità acquirente;

- subordinatamente, per l'eventuale differenza, imputato ad avviamento vale a dire a un'attività immateriale residuale di tipo generico e a vita indefinita.

Tale metodo, pertanto, presenta delle criticità che possono essere individuate:

1. nella determinazione del *fair value* delle attività e passività dalla quale dipende anche l'iscrivibilità delle stesse nel bilancio dell'entità acquirente;
2. nella determinazione dell'eventuale avviamento (*goodwill*) e l'individuazione della sua natura;
3. nella rilevazione della fiscalità differita delle attività/passività dell'acquisita cui è imputato il costo di acquisizione.

Per quanto concerne la determinazione del *fair value*, a mero titolo esemplificativo, i principi contabili internazionali individuano e suggeriscono una serie di metodologie da adottare in relazione ai singoli cespiti aziendali. Attualmente, lo standard di riferimento è l'IFRS 13, di cui si sono elencati in precedenza gli elementi essenziali. Ad esempio, per quanto riguarda gli strumenti finanziari (IAS 39) negoziati in un mercato attivo, viene disposto che detti strumenti siano valutati secondo il valore corrente di mercato. Anche per quanto concerne terreni e fabbricati (IAS 16) il metodo individuato è quello del valore di mercato. Per gli impianti e macchinari viene ammesso sia il criterio del valore di mercato sia il metodo del costo di sostituzione. Per i crediti (IAS 39) il *fair value* coinciderà con il valore attuale degli stessi (metodo del costo ammortizzato). Ancora, per i debiti a breve ed a lungo termine (IAS 37) il *fair value* sarà rappresentato dal valore attuale da corrispondere per estinguere le passività. In sostanza, per quanto concerne la problematica della determinazione del *fair value*, di volta in volta sarà necessario far riferimento al principio contabile che tratti della singola attività o passività oggetto di valutazione.

Per ciò che riguarda i requisiti richiesti ai fini dell'iscrivibilità occorre distinguere le attività e passività, anche potenziali, in precedenza iscritte nel bilancio dell'entità acquisita da quelle precedentemente non iscritte. Per le prime, l'IFRS 3

prevede, al paragrafo 37, che le attività, le passività e le passività potenziali soddisfino, ai fini dell'iscrivibilità in bilancio, i seguenti criteri:

1. *“nel caso di un'attività diversa da un'attività immateriale è probabile che gli eventuali futuri benefici economici affluiscano all'acquirente ed è possibile valutarne il fair value attendibilmente;*

2. *nel caso di una passività diversa da una passività potenziale è probabile che per la sua estinzione sarà richiesto l'impiego di risorse economiche ed è possibile valutarne il fair value attendibilmente;*

3. *nel caso di attività immateriale o di una passività potenziale, il relativo fair value può essere valutato attendibilmente.*³⁶

L'avviamento emergente da una aggregazione tra due imprese si compone di un insieme di elementi aventi natura economica differente³⁷:

- il fair value dell'elemento del going concern dell'impresa acquisita. Esso rappresenta la capacità dell'impresa acquirente di ottenere dall'insieme delle attività acquisite un tasso di rendimento superiore rispetto a quello risultante dalla gestione separata delle singole attività;
- il fair value delle sinergie potenziali e degli altri benefici derivanti dalla combinazione tra attività nette dell'azienda acquisita e quelle dell'acquirente;
- eventuali pagamenti in eccesso effettuati dall'acquirente;
- errori nella misurazione del costo dell'aggregazione o del fair value delle attività e delle passività oggetto dello scambio.

Lo IASB e la dottrina economico aziendale anglosassone hanno affermato che i primi due punti sono concettualmente parte dell'avviamento, mentre gli ultimi due non lo sono³⁸. Viste le difficoltà di corretta individuazione di tutti questi elementi, lo

³⁶ IFRS 3, paragrafo 37

³⁷ Amaduzzi, 2005

³⁸ Johnson and Petrone, 1998; Barth and Clinch, 1996; Jennings et al., 1996

IASB ha comunque ritenuto opportuno mantenere anche gli ultimi due punti all'interno del valore dell'avviamento, implicitamente ritenendo che il goodwill acquisito in una business combination è comunque costituito principalmente dai primi due elementi. Si può pertanto concludere che l'intero avviamento acquisito, indipendentemente dalle sue componenti, nell'ambito di un'operazione di aggregazione aziendale deve sempre essere trattato e contabilizzato quale immobilizzazione immateriale.

L'IFRS 3R ai paragrafi 56 e 57 non ammette la possibilità di iscrivere eventuali disavviamenti (*badwill*) tra i fondi rischi o tra le riserve come, al contrario, prevede il nostro OIC 4 e come prevedeva il precedente IAS 22. Pertanto in presenza di un disavviamento l'acquirente dovrà ripercorrere le valutazioni effettuate e, se del caso, procedere ad eventuali rettifiche. Qualora anche dopo detta opera di riesame delle valutazioni il disavviamento dovesse permanere, in quanto il prezzo d'acquisto risulta essere più basso del *fair value* delle attività nette acquisite, si dovrà trattare la differenza come un utile assimilabile a uno sconto di prezzo e, come tale, imputarla tra i componenti positivi di conto economico.

Da ultimo, per quanto riguarda la rilevazione della fiscalità differita relativa alle attività/passività dell'acquisita cui è imputato il costo di acquisizione, occorre far riferimento allo IAS 12 ovvero al principio contabile internazionale dedicato alla Imposte sui Redditi ed in particolare a tre paragrafi principali.

Nello specifico, a norma del paragrafo 15, *“una passività fiscale differita deve essere rilevata per tutte le differenze temporanee imponibili salvo che tale passività derivi: a) dalla rilevazione iniziale dell'avviamento; b) dalla rilevazione iniziale di un'attività o di una passività in un'operazione che: i) non sia un'aggregazione d'impres; ii) al momento dell'operazione, non influisca né sull'utile contabile né sul reddito imponibile”*.

Ancora, secondo il paragrafo 19, *“quando il valore contabile di un'attività viene incrementato fino al suo fair value, ma il valore riconosciuto fiscalmente dell'attività continua ad essere al costo per il precedente proprietario, si manifesta*

una differenza temporanea imponibile che si traduce in una passività fiscale differita. La passività fiscale che ne deriva influisce sull'avviamento”.

Infine, secondo il paragrafo 21, “qualsiasi differenza tra il valore contabile dell'avviamento e il valore riconosciuto fiscalmente pari a zero rappresenta una differenza temporanea imponibile. Tuttavia, il presente principio non consente la rilevazione della conseguente passività fiscale differita, in quanto l'avviamento è valutato come valore residuo e la rilevazione della passività fiscale differita ne incrementerebbe il valore contabile”. Sulla scorta dei citati riferimenti, l'acquirente se da una parte, dovrà rilevare le passività fiscali differite riferibili all'incremento a fair value delle attività dell'acquisita nonché gli intangibili specifici identificabili dell'acquisita, dall'altra parte non potrà rilevare passività fiscali differite con riguardo all'avviamento, in virtù della sua natura di valore residuale, dato che una siffatta rilevazione, come sottolinea il paragrafo 21, ne incrementerebbe il valore contabile stesso.

2.4.2. Iscrizione successiva del goodwill nelle Business Combination (IAS 36)

La rilevazioni e la misurazione iniziale del goodwill risultante da un'operazione di business combination è trattata dall'IFRS 3R, mentre per la contabilizzazione successiva il principio contabile prevede che l'avviamento acquisito mediante una aggregazione aziendale venga valutato al relativo costo, al netto delle perdite di valore accumulate. Tale posta non viene pertanto assoggettata ad ammortamento (come prevede lo IAS 22) ma deve essere sottoposta a *impairment test* almeno con frequenza annuale o superiore in presenza di eventi o manifestazioni che inducono a ritenere che vi sia stata una riduzione di valore.

Lo IAS 36 - Impairment of Assets definisce le regole che un'entità deve seguire per poter misurare annualmente determinate attività.

La base principale dello IAS 36 lo si sviluppa in vari punti³⁹:

- identificazione della perdita;
- determinazione della stessa;
- rilevazione del valore;
- configurazione della cash generating unit⁴⁰;
- determinazione della perdita per riduzione di valore di singole attività e allocazione della perdita.

A. Identificazione della perdita.

Il primo passo che deve fare un'azienda a fine esercizio è quello di individuare, qualora ci fossero, perdite di valore di determinate attività attraverso l'*impairment test*. Se attraverso l'applicazione di tale strumento di controllo si dovesse rilevare una riduzione di valore, l'impresa allora deve stimarne il valore recuperabile.

B. Determinazione della perdita e rilevazione del valore recuperabile.

Il valore recuperabile di un'attività è definito come il maggior valore tra il *Fair Value*, dedotti i costi di vendita, ed il valore d'uso della stessa. Il valore equo quindi al netto dei costi di vendita determina l'ammontare che si può ottenere dalla vendita di una determinata attività.

A seconda delle situazioni il valore di vendita si può determinare in base:

- al prezzo pattuito in un accordo vincolante tra le controparti;
- al prezzo di mercato, qualora l'attività fosse commercializzata in un mercato attivo;
- alle migliori informazioni disponibili alla data in cui si chiude il bilancio⁴¹.

³⁹ http://www.irdcec.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/PCI_IAS_36_Sica.pdf

⁴⁰ **Cash generating unit**, indica le unità generatrici dei flussi finanziari.

⁴¹ Giulia Sica, *IAS 36: «IMPAIRMENT TEST» su SINGOLE ATTIVITÀ*. Il Sole 24 Ore, Contabilità e Bilancio, n.4 del 6 Marzo 2006.

Il valore d'uso di un'attività comporta una serie di operazioni che vanno dalla stima dei flussi finanziari in entrata ed uscita all'applicazione del tasso di attualizzazione più consono ai flussi finanziari futuri, il quale deve riflettere le valutazioni correnti di mercato in base ai rischi connessi alla stessa attività.

C. La Configurazione della cash generating unit⁴².

Essendo l'avviamento una posta residuale e non potendo generare flussi finanziari in modo indipendente da altre attività, il principio contabile IAS 36 impone di allocare l'avviamento, alla data di acquisizione, ad una unità o a un gruppo di unità generatrici di flussi finanziari (*cash generating unit o CGU*) dell'acquirente. Tale principio disciplina come è possibile verificare l'eventuale svalutazione di un'attività per riduzione di valore. Tale verifica prevede di confrontare il valore contabile dell'attività oggetto della valutazione con il suo valore recuperabile.

Il valore recuperabile di una CGU è definibile come il maggior valore tra il valore recuperabile tramite l'uso continuativo (valore d'uso) e il valore recuperabile tramite la cessione dell'unità (fair value). Se il fair value è coincidente con il valore d'uso per gli amministratori risulta indifferente cedere o continuare ad usare l'attività; se il fair value è superiore al valore d'uso sarebbe conveniente la cessione della CGU ed è per tale motivo che il valore recuperabile coincide con il fair value. Se, infine, il fair value è inferiore al valore d'uso, significa che l'impresa ottiene maggiori vantaggi continuando a utilizzare la CGU.

Dal confronto tra valore contabile e valore recuperabile della CGU a cui è allocato l'avviamento è possibile avere due situazioni:

⁴² OIC – ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*, 28 Novembre 2007, www.fondazioneoic.it.

- il valore contabile è uguale o inferiore al valore recuperabile: nessuna svalutazione è dovuta in quanto il valore derivante dall'utilizzo continuativo della CGU o dalla sua dismissione è uguale o superiore al suo valore contabile;
- il valore contabile è superiore al valore recuperabile: è dovuta una svalutazione partendo dalla riduzione del valore contabile dell'avviamento allocato alle CGU e nel caso in cui la svalutazione superasse il valore dell'avviamento, l'eccedenza dovrà essere portata a riduzione delle altre attività della CGU in proporzione al valore delle medesime.

D. Determinazione della perdita per riduzione di valore di singole attività e allocazione della perdita.

Nel momento in cui si rileva una perdita sui valori di determinate attività, lo IAS 36 prevede due modalità di allocazione dell'avviamento a seconda che possa essere o meno imputato direttamente alle singole unità generatrici di flussi finanziari.

Se l'avviamento è allocato a una specifica unità generatrice di flussi finanziari, alcuni studiosi sostengono che la riduzione del valore contabile dell'avviamento debba essere effettuata mediante la voce "svalutazione avviamento", da imputare quale costo nel conto economico⁴³. Altri studiosi ritengono più corretto utilizzare la voce "Fondo rettificativo avviamento", da imputare indirettamente a riduzione del valore contabile dell'avviamento iscritto, in quanto in tal modo è possibile mantenere il valore storico inizialmente imputato (informativa che viceversa si perderebbe)⁴⁴.

Nel caso in cui l'avviamento sia riferito a un gruppo indistinto di CGU, il principio prevede che la società debba effettuare l'*impairment test* solo se vi siano

⁴³ AA.VV., 2006, *Prontuario dei principi contabili internazionali - Guida operativa all'applicazione*

⁴⁴ Pisoni, Biancone, Busso, Cisi, *Il bilancio consolidato dei gruppi quotati*, 2005

indicazioni che la CGU possa avere subito riduzioni di valore; viene pertanto eliminato l'obbligo di effettuare la verifica annualmente, con la conseguenza che le entità non sono incentivate a allocare specificatamente l'avviamento alle unità generatrici di flussi.

la CGU è soggetta al procedimento di ammortamento per tutti gli esercizi futuri. A fine periodo l'impresa ha l'obbligo di valutare se le perdite di valore delle attività rilevate negli esercizi precedenti possano non esistere più, piuttosto che essersi ridotte. L'impresa deve, quindi, stimare nuovamente il valore recuperabile, e qualora esso risulti superiore al valore contabile della stessa, quest'ultimo deve essere aumentato fino al valore recuperabile.

Si tratta in questo caso appunto di un ripristino di valore delle attività precedentemente svalutate. Tale ripristino di valore deve essere riportato nel conto economico, sotto la sezione Proventi Straordinari, tranne nel caso in cui l'attività sia iscritta direttamente ad un valore rivalutato.

CAPITOLO 3

DESTINAZIONE DEL DISAVANZO NELLA PRASSI CONTABILE

3.1 Gli studi di Hamberg

Gli studi partono da una ricerca del 2009, svolta dal ricercatore Mattias Hamberg, e pubblicata sul *European Accounting Review*, il quale ha effettuato un'analisi sulle aggregazioni aziendali realizzate tra società quotate nel mercato svedese, nei primi anni di adozione degli standard IFRS e in particolare tra il 2001 e il 2007. Egli ha cercato di dimostrare come il principio IFRS 3 influisce sulla redazione dei bilanci, analizzando anche le reazioni del mercato a queste nuove informazioni previste dallo standard.

L'assunto su cui si basa tale studio riguarda la modifica della contabilizzazione dell'avviamento, che passa dall'obbligo di ammortamento dell'avviamento a un approccio basato solo sulla riduzione del valore. Hamberg ha evidenziato che, nella maggior parte dei casi di business combination poste in essere nel mercato svedese nel periodo di riferimento considerato, possono essere individuati degli aspetti comuni.

Earnings increased with the mandatory IFRS adoption mainly because of the abolished goodwill amortizations. On average, goodwill impairments under IFRS 3 are considerably smaller than the amortizations and impairments reported under the prior Swedish GAAP.

In primo luogo, il passaggio a un approccio basato unicamente sulla riduzione del valore, comporta un notevole aumento degli utili, dovuto all'abolizione degli ammortamenti dell'avviamento. Al momento dell'adozione degli IFRS 3, gli

amministratori possono influire sull'ammontare e sui tempi delle riduzioni di valore utilizzando la discrezione prevista dai criteri dell'*impairment test*. La maggior parte degli amministratori non effettuerà delle riduzioni di valore, se non strettamente necessario. Si prevede infatti che nelle imprese che applicano una retribuzione degli amministratori basata sugli utili, gli stessi non avranno alcun interesse a porre in essere delle riduzioni di valore, per mera strategia opportunistica.

Inoltre, Hayn e Hughes (2006), hanno mostrato che le riduzioni contabili dell'avviamento sono difficili da predire utilizzando le informazioni storiche basate sulla performance post-acquisizione delle imprese acquisite. Le riduzioni di valore dell'avviamento hanno un ritardo in media di tre o quattro anni rispetto alla riduzione economica del valore dell'avviamento, mentre per un terzo del campione il ritardo potrebbe essere anche di dieci anni.

We find that few firms reclassified material amounts of goodwill to other specific intangible assets and there is some evidence that tenured management is more reluctant to impair goodwill at the initial IFRS 3 adoption.

Poche imprese hanno riclassificato la differenza generata dall'operazione di aggregazione tra le immobilizzazioni immateriali specifiche, come eventualmente previsto dall'IFRS 3. Esso infatti prevede l'individuazione di immobilizzazioni immateriali specifiche dell'impresa acquisita (quali brevetti, licenze e marchi industriali) che devono essere capitalizzati separatamente. Questo, secondo Hamberg, è dovuto al fatto che, mentre le attività immateriali specifiche sono soggette ad ammortamento, l'avviamento è soggetto a *impairment test*. Infatti, a seconda della natura di tali beni immateriali, questi possono essere ammortizzati in un lasso di tempo massimo di 20 anni di vita utile. Hamberg ritiene che le svalutazioni dell'avviamento secondo gli IFRS siano inferiori rispetto all'ammortamento che si effettuerebbe sulle immobilizzazioni specifiche, con la conseguenza di una generazione di maggiori utili negli anni successivi all'operazione. Inoltre, come abbiamo visto nella considerazione precedente, spesso

non viene rilevata nessuna perdita di valore, e dunque gli utili non subiscono variazioni dovute a tale operazione.

We examine the stock market's reaction to increased earnings following the abolishment of goodwill amortizations. Changes in the accounting for goodwill may affect stock prices, if investors incorrectly interpret an increase in earnings (caused by abolished goodwill amortizations) as an indication of higher future cash flows, or investors perceive that the impairment-only approach provides incremental value relevant information.

Infine, Hamberg ha esaminato le reazioni del mercato finanziario all'aumento degli utili successivo all'abolizione degli ammortamenti dell'avviamento. I cambiamenti nella contabilizzazione dell'avviamento potrebbero influire sul prezzo dei titoli, qualora gli investitori dovessero interpretare in maniera errata l'aumento degli utili come flussi di cassa maggiori. Gli investitori che sopravvalutano gli utili contabili considerano erroneamente l'incremento degli attuali utili come prova di una migliore posizione concorrenziale e flussi di cassa futuri maggiori.

3.2 Obiettivi della ricerca.

Si è cercato di effettuare la stessa analisi sulle società italiane, analizzando tutte le operazioni di fusione poste in essere tra il 2008 e il 2012 da società quotate nel mercato azionario e pertanto soggette all'applicazione degli standard IFRS.

Si è dunque fatta una prima classificazione, distinguendo le operazioni che hanno determinato una creazione di valore e quelle che hanno invece determinato una differenza negativa, che non rileva ai fini della presente ricerca. Si prosegue dunque l'analisi sulle sole società che hanno generato un *goodwill*, verificando a quale attività sia stato imputato tale maggior valore.

La ricerca si propone quindi di verificare il comportamento delle società italiane, nel momento in cui esse pongono in essere delle operazioni di business combination, e verificare se è possibile ricondurre la prassi italiana a quella svedese. Tali obiettivi possono essere esplicitati nei seguenti quesiti di ricerca:

- le operazioni di fusione realizzate in Italia, permettono la realizzazione di un goodwill?
- tale maggior valore viene imputato ad avviamento o a immobilizzazioni immateriali specifiche, come previsto dagli standard contabili?
- nel caso venga contabilizzato come avviamento, le società procedono annualmente con l'impairment test?

Come precedentemente evidenziato, Hamberg ha rilevato che nelle aziende svedesi la maggior parte delle società ha destinato tale valore ad avviamento, piuttosto che a altre immobilizzazioni immateriali. Inoltre, ha anche evidenziato che negli anni successivi tale avviamento non ha subito riduzioni di valore. Tale risultato può sembrare ambiguo, in quanto le riduzioni di valore avrebbero portato a abbattimento immediato degli utili. Lo studioso ha ricondotto tale comportamento al beneficio che le aziende hanno avuto in termini di quotazione di mercato, dal momento che ha potuto osservare che le imprese con un ammontare di avviamento considerevole hanno registrato consistenti aumenti delle quotazioni negli anni successivi alla loro iscrizione in bilancio.

3.3 Metodologia della ricerca.

Lo studio si è limitato a verificare la prassi contabile italiana, analizzando nel dettaglio i singoli documenti contabili e informativi previsti dalla normativa italiana per le operazioni di business combination. La ricerca è iniziata con l'individuazione, tramite il sito di Borsa Italiana, di tutte le società quotate nel mercato regolamentato italiano, che abbiano depositato un progetto di fusione all'interno dell'arco di tempo preso come riferimento o per le quali risulti approvato l'atto di fusione. Si è dunque

effettuata una prima analisi delle società individuate, ritenendo opportuno eliminare dal campione oggetto di studio, le società bancarie e quelle assicurative, che prevedono l'applicazione degli standard internazionali in modo analogo, ma per la loro struttura contabile non permettono la comparazione con le altre tipologie di imprese.

Lo studio è proseguito con la ricerca di tutti i documenti necessari per la corretta individuazione dell'operazione posta in essere: progetto di fusione, delibere assembleari, relazioni degli amministratori e dei revisori contabili, atto di fusione, bilanci relativi al periodo considerato. Una delle prime difficoltà incontrate è stata senza dubbio la difficoltà nel reperimento delle informazioni: molte di queste non erano infatti recuperabili su sito di Borsa Italiana e si è reso indispensabile individuare i singoli siti personali delle società, verificando la documentazione presente sul sito. Nonostante si tratti, secondo la normativa civilistica italiana, di documenti la cui pubblicità è obbligatoria, non sempre è stato possibile trovare tutte le informazioni necessarie. Inoltre, in diversi casi, pur essendo disponibile la documentazione inerente l'operazione, non è stato possibile ricostruire gli elementi principali oggetto dello studio, tra cui la destinazione dell'eventuale avanzo/disavanzo generato dalla fusione.

Di fatto, è stato possibile individuare 65 società che hanno concluso tra il 2008 e il 2012, un'operazione di fusione aziendale. Di queste, per ben 14 società, non è stato possibile recuperare il bilancio relativo al primo anno post fusione, o in alternativa in tale bilancio non erano presenti informazioni circa la destinazione della differenza generata dall'operazione. Secondo quanto esposto in tali bilanci, sembrerebbe che l'operazione non avesse generato nessuna differenza, ma anche in tale caso l'informazione sarebbe comunque dovuta essere presente in nota integrativa o alternativamente nelle relazioni allegate. Solo per una di queste società, non è stato possibile trovare il bilancio, ma si sono reperite informazioni in merito: risulta infatti che la società incaricata della revisione contabile non abbia certificato il bilancio post fusione.

3.4 Analisi delle società oggetto della ricerca.

Come descritto in precedenza, il numero delle società quotate nel mercato italiano, che hanno concluso operazioni di fusione nel periodo considerato, si sono ridotte a 54, a causa dell'impossibilità di recuperare per alcune le informazioni necessarie ai fini del presente studio. Le società oggetto dell'analisi sono elencate nella tabella che segue, che contiene la denominazione delle società incorporate e incorporande:

	INCORPORANTE	INCORPORATA
1	Negri Bossi S.p.a.	BM Biraghi S.p.a.
2	A2a S.p.a.	A2a Produzione S.r.l.
3	Acsn S.p.a.	AGAM S.p.a.
4	Vianini Lavori S.p.a.	SIME S.p.a.
5	Aedes S.p.a.	Aedes International SA
6	Aeffe S.p.a.	AV Swisse S.r.l.
7	Ansaldo sts S.p.a.	Ansaldo Trasporti - Sistemi Ferroviari S.p.a. Ansaldo Segnalamento Ferroviario S.p.a.
8	Arnoldo Mondadori Editore S.p.a.	FIED S.p.a.
9	Valsoia S.p.a.	J&T Italia S.r.l.
10	Autogrill S.p.a.	Autogrill International S.p.a.
11	Best Union Company S.p.a.	Omniticket Network S.r.l. Amit S.r.l.
12	Bialetti Industrie S.p.a.	Girmi S.p.a. SIC - Società Italiana Caffettiere S.r.l.
13	Aimeri Ambiente S.r.l.	Ponticelli S.r.l.
14	Biesse S.p.a.	Sandymac S.p.a.
15	Boero Bartolomeo S.p.a.	Yacht Systems S.r.l.
16	Borgosesia S.p.a.	Gabbiano S.p.a.
17	Brembo S.p.a.	Brembo International S.p.a.
18	Buzzi Unicem S.p.a.	Parmacementi S.p.a.
19	Cdc S.p.a.	Micronica S.p.a. Unipersonale Interfree S.r.l. Unipersonale Tradesoft Technologies S.r.l. Unipersonale
20	Cementir Holding S.p.a.	Intercem S.p.a.
21	Tod's S.p.a.	Edmond S.r.l.
22	Davide Campari - Milano S.p.a.	Campari Italia S.p.a.
23	Dea Capital S.p.a.	Idea Alternative Investments S.p.a.
24	Ei Towers S.p.a.	Digital Multimedia Technologies S.p.a.

25	Elica S.p.a.	Jet Air S.r.l. Turbo Air S.p.a. Fox Design S.p.a.
26	Emak S.p.a.	Bertolini S.p.a.
27	Enia S.p.a.	Iride S.p.a.
28	Erg S.p.a.	Total Italia S.p.a.
29	Eutelia S.p.a.	Techno Business S.r.l.
30	Exor S.p.a.	Exor Services S.c.p.a.
31	FMR Art'e S.p.a.	FMR S.p.a.
32	FNM S.p.a.	Interporti Lombardi S.p.a.
33	Geox S.p.a.	Geox Manufacturing Italia S.r.l.
34	Hera S.p.a.	Acegas -APS Holding S.r.l.
35	IGD SIIQ S.p.a.	Faenza Sviluppo - Area Marcucci S.r.l.
36	Il Sole 24 Ore S.p.a.	Il Sole 24 Ore Business Media S.r.l.
37	KME Group S.p.a.	Intek S.p.a.
38	Italmobiliare S.p.a.	Franco Tosi S.r.l. Sance S.r.l.
39	Landi Renzo S.p.a.	MED S.p.a.
40	Mittel S.p.a.	Tethys S.p.a. Hopa S.p.a.
41	Monrif S.p.a.	Monrif Investimenti e Sviluppo
42	NoemaLife S.p.a.	Noematica S.r.l. Unipersonale
43	Piaggio & C. S.p.a.	Moto Guzzi S.p.a.
44	Piquadro S.p.a.	Piquabo Servizi S.r.l.
45	Poltrona Frau S.p.a.	Gufram S.r.l.
46	Rcs MediaGroup S.p.a.	RCS Quotidiani S.p.a. RCS Digital S.p.a. Trovocasa S.r.l. RCS Periodici S.p.a. Sfera Editore S.p.a. Pubblibaby S.r.l. Editrice Abitare Segesta S.p.a. Rizzoli Publishing Italia S.r.l. RCS Pubblicità S.p.a. RCS Direct S.r.l.
47	Saipem S.p.a.	Services S.p.a.
48	Screen Service Broadcasting Technologies S.p.a.	MB International Telecom Labs S.r.l. Screen Service Systems S.r.l.
49	Sol S.p.a.	Ossigen Gas S.r.l.

Si rileva che, dalla lettura dei documenti che corredevano l'operazione e la descrivevano ai soci, gli amministratori delle società coinvolte giustificavano l'operazione di fusione esponendone i benefici in termini di espansione dei volumi di vendita. Tali operazioni avevano ad oggetto prevalentemente accordi orizzontali, che si sviluppavano all'interno della stessa attività della catena del valore e coinvolgevano dunque attività simili. Si evidenzia inoltre, che spesso le società acquisite erano già poste sotto il controllo della incorporata, e si occupavano della gestione della stessa attività dell'incorporanda o di attività ad essa collaterali.

Per quanto riguarda l'evoluzione storica delle operazioni di fusione, realizzate in Italia nel quinquennio considerato, non si rileva un andamento costante nel tempo, o riconducibile a particolari incrementi o decrementi specifici. Nel dettaglio, il numero delle operazioni realizzate annualmente può essere riassunto come segue:

ANNO	N° FUSIONI
2008	8
2009	11
2010	13
2011	8
2012	9

Una prima riflessione può essere effettuata con riferimento alla tipologia di fusione effettuata. Nella maggior parte dei casi infatti, si è ricondotti l'operazione di fusione a una "fusione semplificata", prevista dall'art. 2505 cod. civ.. Esso stabilisce che alla fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima non si applicano l'art. 2501 *ter*, I comma, cod. civ., numeri 3), 4) e l'art. 2501 *quinquies* cod. civ. , nonché l'art. 2501 *sexies* cod. civ.. L'atto costitutivo o lo statuto può prevedere che la fusione per incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o le quote della prima sia decisa, con delibera risultante da atto pubblico, dai rispettivi organi amministrativi, sempre che siano rispettate, con riferimento a ciascuna delle società partecipanti alla fusione, le

disposizioni di cui al III e IV comma dell'art. 2501 *ter* cod. civ. e, quanto alla società incorporante, anche quelle dell'art. 2501 *septies*, I comma, numeri 1) e 2501 *septies* cod. civ..

In particolare, a seguito della fusione non si verifica alcuna modificazione nella compagine sociale e nel valore delle partecipazioni dei soci delle società partecipanti, con conseguente venir meno della necessità di operare un rapporto di cambio delle predette partecipazioni. Pertanto, a livello contabile, nell'ipotesi di fusione per incorporazione di società interamente posseduta, non verrà determinato alcun concambio, ma andrà operato l'annullamento delle partecipazioni detenute dall'incorporante nell'incorporata, che verranno sostituite dal patrimonio di quest'ultima.

Gli standard contabili internazionali non forniscono indicazioni circa le *transactions under common control*: in base a quanto disposto nell'Appendice B, le operazioni che consumano i propri effetti all'interno del medesimo gruppo non possono essere contabilizzate in base all'acquisition method e, pertanto, non legittimano l'iscrizione di maggiori valori con riguardo ai beni dell'incorporata ovvero l'iscrizione di un goodwill, ma devono essere gestite in forza del criterio della cosiddetta continuità contabile. Una tale regola è abbastanza intuitiva e risponde al principio *substance over form* immanente all'intero assetto contabile internazionale. Se l'operazione straordinaria realizzata non ha una finalità aggregativa ma un mero obiettivo di riorganizzazione endogruppo, infatti, sembra logico che non vi sia motivo per modificare la valorizzazione contabile dei patrimoni interessati per effetto della sola effettuazione dell'operazione.

Ad esempio, a fronte di una fusione da cui scaturirebbe (secondo i criteri contabili italiani) una differenza di annullamento e, segnatamente, un disavanzo da annullamento generato dall'eccedenza del costo della partecipazione annullata dall'incorporante rispetto all'espressione contabile netta del patrimonio dell'incorporata acquisito per effetto dell'operazione, è lecito ricorrere all'art.2504-*bis* c.c. ed ai criteri ivi previsti in caso di emersione di un disavanzo, con la

conseguenza che la menzionata differenza da annullamento (ove non costituisca una mera perdita da riorganizzazione, nel quale caso sarebbe da iscrivere immediatamente a Conto economico) andrebbe imputata al valore degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale a cui si riferisce e, per la differenza, sarebbe da attribuire ad avviamento.

Si tratta però di prassi contabile, rimanendo tale casistica, esclusa dall'ambito di applicazione degli standard internazionali.

Ebbene, questo è il caso applicato da circa l'84% delle società oggetto dell'analisi: pertanto, 41 aziende su 49 hanno applicato la disciplina semplificata per porre in essere l'operazione di fusione, e non hanno determinato alcun rapporto di concambio delle azioni. Inoltre, si ritiene opportuno precisare che, in alcuni casi pur di beneficiare della procedura semplificata, l'incorporanda ha disposto prioritariamente l'acquisizione delle quote delle società che intendeva incorporare, e successivamente ne ha deliberato la fusione per incorporazione.

3.5 Determinazione del rapporto di cambio.

Tra le 49 società che hanno posto in essere l'operazione di fusione, solo 8 hanno determinato il rapporto di concambio delle azioni, e sono quelle riportate nella tabella che segue:

Incorporante	Incorporata	Anno di efficacia
Acsm S.p.a.	AGAM S.p.a.	2009
Vianini Lavori S.p.a.	SIME S.p.a.	2009
Borgosesia S.p.a.	Gabbiano S.p.a.	2010
Erg S.p.a.	Total Italia S.p.a.	2010
Iride S.p.a.	Enia S.p.a.	2010
Ei Towers S.p.a.	Digital Multimedia Technologies S.p.a.	2011

Hera S.p.a.	Acegas -APS Holding S.r.l.	2012
KME Group S.p.a.	Intek S.p.a.	2012

Analizzando il progetto di fusione depositato dagli amministratori, è possibile evidenziare come esclusivamente 4 società su 8 presentano una adeguata identificazione dei criteri utilizzati per la determinazione del concambio, e in particolare la valutazione del capitale economico delle società partecipanti alla fusione. Infatti, nel progetto di quattro delle società che hanno determinato il concambio delle azioni, è espresso esclusivamente il valore di scambio delle azioni della incorporanda con quelle della incorporata, senza specificare come esso sia stato determinato.

Le uniche società che hanno fornito tutte le informazioni in merito alla metodologia applicata per la determinazione dei capitali economici, sono le seguenti:

Incorporante	Incorporata	Anno di efficacia
Acsm S.p.a.	AGAM S.p.a.	2009
Vianini Lavori S.p.a.	SIME S.p.a.	2009
Borgosesia S.p.a.	Gabbiano S.p.a.	2010
Hera S.p.a.	Acegas -APS Holding S.r.l.	2012

Per quanto riguarda queste società si può evidenziare che due di esse hanno utilizzato il metodo patrimoniale rettificato, una terza ha utilizzato il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa affiancato e paragonato con il metodo dei moltiplicatori di borsa, mentre la quarta società ha applicato anch'essa il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, ma messo a confronto con il metodo della somma delle parti (sum of the parts o SOTP).

Con riferimento al metodo patrimoniale, si ricorda che esso si fonda sul principio secondo cui il valore dell'azienda è rappresentato dal suo *patrimonio netto*

rettificato, calcolato come differenza tra i valori correnti delle poste di attivo e di passivo dello stato patrimoniale, espressi alla data di valutazione. Il valore dell'azienda è stimato in misura pari al patrimonio netto contabile, rettificato in aumento o in diminuzione in funzione delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo calcolati con criteri pertinenti e i corrispondenti valori contabili. Solitamente è un metodo poco utilizzato, perchè il valore dell'azienda è determinato sulla base del saldo algebrico tra attività e passività e quindi su dati storici (rivalutati), ponendo in secondo piano la capacità dell'azienda di generare nel futuro reddito. La scelta di tale metodologia può essere però ricondotta, per le aziende in esame, al fatto che per la prima l'unico asset era una partecipazione in un'altra società, quindi facilmente determinabile, mentre per l'altra gli unici asset erano un immobile e una partecipazione. Di conseguenza, anche il metodo patrimoniale rettificato appariva un metodo corretto e realistico per la valutazione del capitale economico di queste società.

La terza società in analisi, la Acsm S.p.a., ha determinato il capitale economico delle società partecipanti alla fusione, utilizzando il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa confrontato con il valore risultante dall'applicazione del metodo dei moltiplicatori di borsa. Il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa (Discounted Cash Flow), determina il valore dell'azienda sulla base della sua capacità di generare flussi di cassa nel tempo. La società, per applicare tale metodo, ha fatto riferimento ai flussi di cassa consolidati risultanti dai piani economico-finanziari della società, con riferimento al periodo 2008-2012 (la fusione fa riferimento alla situazione patrimoniale al 31.12.2007). La metodologia dei moltiplicatori di borsa consiste nel determinare il valore di un'azienda attraverso l'osservazione delle valutazioni espresse dai mercati finanziari per aziende con caratteristiche simili. Per la scelta delle aziende comparabili, la società ha tenuto conto di una serie di indicatori: appartenenza allo stesso settore, dimensione, struttura finanziaria, governance, modelli di business, omogeneità delle grandezze economico-finanziarie prese a riferimento per il calcolo dei moltiplicatori. In conclusione, il valore del capitale

economico delle società, è stato determinato calcolato il valore medio risultante dall'applicazione dei due diversi metodi di valutazione.

Infine, la quarta società, la Hera S.p.a., ha determinato il valore del capitale economico delle società partecipanti alla fusione, utilizzando il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa e il metodo della somma delle parti. Inoltre, sono stati analizzati anche il metodo dei multipli di mercato di società comparabili e il metodo delle quotazioni di borsa, ma non sono stati considerati al fine della determinazione del valore delle società partecipanti, in quanto ritenuti con limitazioni determinanti che ne avrebbero inficiato la significatività. Per quanto concerne il metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa, la società ha fatto riferimento ai flussi di cassa consolidati risultanti dai piani economico-finanziari elaborati dal management delle due società partecipanti alla fusione per il periodo 2012-2016. Tali flussi sono stati attualizzati al 30 giugno 2012, data dell'ultima situazione patrimoniale disponibile. La metodologia della Somma delle Parti (SOTP) prevede che la società venga valutata sommando le singole valutazioni attribuibili a ciascuna delle sue aree di business. La valutazione viene effettuata applicando ad ogni unità di business preliminarmente individuata il metodo di valutazione ritenuto adeguato nelle circostanze, cercando di utilizzare lo stesso metodo di valutazione generale per tutte le unità di business. In questo caso, la società ha ritenuto opportuno valutare le unità di business applicando la metodologia dei multipli delle transazioni comparabili, ossia determinando il valore di un'azienda attraverso l'osservazione delle valutazioni espresse dai mercati finanziari per aziende con caratteristiche simili. Infine, la società ha determinato anche la valutazione del capitale economico utilizzando il metodo delle quotazioni di Borsa, che tiene conto dell'andamento delle quotazioni delle azioni delle predette società espressi nel mercato borsistico. Tale metodo non è stato ritenuto opportuno per la valutazione del capitale delle società in oggetto, in quanto caratterizzato da estrema volatilità e incertezza, generata anche dalla natura dei mercati finanziari. Per tale motivo, la valutazione è stata effettuata utilizzando esclusivamente il metodo del Cash Flow e il

metodo SOTP, determinando il concambio come valore medio espresso dalle due metodologie.

Possiamo concludere che delle poche società che hanno proceduto con la determinazione del rapporto di concambio delle azioni tra le società partecipanti alla fusione (nel dettaglio otto), solo quattro di queste hanno presentato una idonea descrizione circa la determinazione del rapporto di concambio, così come previsto anche dall'art. 2501quinques con riferimento alla relazione dell'organo amministrativo. Le altre società in esame si sono limitate a evidenziare il rapporto di concambio determinato, senza specificare in modo dettagliato le metodologie utilizzate per la sua determinazione e in particolare i metodi utilizzati per la valutazione del capitale economico, che sta alla base del calcolo.

Si rileva dunque una scarsa tendenza alla corretta descrizione delle operazioni poste in essere, nonostante queste informazioni siano richieste dalla normativa italiana e internazionale.

3.6 *Trattamento contabile delle differenze da fusione.*

Uno dei quesiti posti dalla presente ricerca era quello di capire se, nelle operazioni di fusione realizzate in Italia nel periodo di tempo considerato dalle società oggetto dell'analisi, si fosse verificata una creazione di valore derivante dall'operazione. Tale creazione di valore può essere originata dalla differenza tra il capitale sociale deliberato dalla società incorporante e la corrispondente frazione di patrimonio netto detenuta dai soci terzi, che si può evidenziare nei pochi casi in cui si è rilevato un aumento di capitale sociale. Alternativamente, il *plusvalore* può essere determinato dalla differenza tra il valore della partecipazione detenuta dalla società incorporante nella incorporanda e il relativo valore del patrimonio netto. Questo è il caso che si è realizzato con maggiore frequenza, in quanto quasi tutte le società incorporande oggetto dell'analisi, detenevano già una partecipazione totalitaria nella incorporata, o come si è verificato in molte società, pur di procedere a una fusione

semplificata è stato prima acquisito il controllo della società da incorporare, e solo successivamente si è proceduto con l'operazione di fusione.

Come già descritto nei precedenti capitoli, sappiamo che dal confronto tra il costo di aggregazione e il *fair value* delle attività e passività acquisite può emergere normalmente una differenza, che può essere positiva, quando il costo dell'aggregazione è superiore al valore corrente delle attività e delle passività acquisite (nella prassi italiana, definito disavanzo da fusione), oppure negativa, quando il costo dell'aggregazione è inferiore al valore corrente delle attività e passività oggetto dello scambio (comunemente, avanzo da fusione). Il risultato dell'analisi delle operazioni oggetto del presente studio, e pertanto l'individuazione delle modalità di assegnazione delle differenze risultanti dalla fusione, può essere riassunto nella tabella che segue:

	2008	2009	2010	2011	2012	Totali
Avviamento	-	2	1	1	2	6
Non definito	-	-	2	-	-	2
Totali	0	2	3	1	2	8

Con riferimento al *goodwill* generato dall'operazione, il metodo di allocazione, previsto dall'IFRS 3R, stabilisce che il prezzo d'acquisto sia:

- in via prioritaria, ripartito, in base al rispettivo *fair value*, sulle attività e sulle passività, anche potenziali, che fossero iscritte nel bilancio dell'entità acquisita e che siano iscrिवibili nel bilancio dell'entità acquirente e/o sulle attività e sulle passività che non fossero iscritte nel bilancio dell'entità acquisita ma che tuttavia siano iscrिवibili, ricorrendone i requisiti, nel bilancio dell'entità acquirente;
- subordinatamente, per l'eventuale differenza, imputato ad avviamento, vale a dire a un'attività immateriale residuale di tipo generico ed a vita indefinita.

Sulla base del campione oggetto della presente ricerca, ridotto a 8 società che hanno adottato lo standard IFRS 3R, solo per 6 di queste è stato possibile individuare l'allocazione del maggior valore emerso dall'operazione, mentre per le restanti 2 non è stato possibile reperire nessuna informazione in merito.

Se consideriamo tale dato in valori percentuali, facendo riferimento esclusivamente alle società che nel periodo di riferimento hanno rilevato un goodwill, possiamo dire che in circa il 75% delle operazioni di fusione, la differenza generata dall'operazione di aggregazione è stata imputata ad avviamento. Questo rispecchia quanto rilevato da Hamberg nel mercato svedese: anche nella sua analisi infatti la maggior parte della società ha allocato il maggior valore ad avviamento piuttosto che ad immobilizzazioni immateriali specifiche. Questo può essere ricondotto, secondo Hamberg, a comportamenti opportunistici: mentre le attività immateriali specifiche sono soggette ad ammortamento, l'avviamento è soggetto a *impairment test*. Egli sostiene che le svalutazioni dell'avviamento secondo gli IFRS siano inferiori rispetto all'ammortamento che si effettuerebbe sulle immobilizzazioni specifiche, con la conseguenza di una generazione di maggiori utili negli anni successivi all'operazione. Hamberg ha infatti evidenziato come nelle società svedesi, l'avviamento venisse annualmente sottoposto a *impairment test*, ma che difficilmente si verificassero delle effettive svalutazioni del suo valore.

Nella prassi contabile delle società oggetto dell'analisi, possiamo rilevare che non tutte seguono il dettato dell'IFRS 3. Esso infatti prevede che, essendo l'avviamento una posta residuale e non potendo generare flussi finanziari in modo indipendente da altre attività, l'avviamento debba essere allocato, alla data di acquisizione, a una unità o a un gruppo di unità generatrici di flussi finanziari (*cash generating unit o CGU*) dell'acquirente. Nello specifico, nel bilancio o negli altri documenti a esso collegati, non sempre è inserita la descrizione dell'unità generatrice di cassa: alcune società specificano esclusivamente la destinazione del disavanzo di fusione a avviamento, senza specificare la sua allocazione all'interno di una specifica CGU.

Di fatto, tutte le società analizzate hanno però sottoposto l'avviamento ad impairment test annuale. Pertanto, secondo quanto previsto dallo IAS 36, hanno periodicamente effettuato il confronto tra il valore contabile e valore recuperabile della CGU a cui è allocato l'avviamento. Da tale confronto possono emergere due diverse situazioni: se il valore contabile è uguale o inferiore al valore recuperabile non deve essere effettuata nessuna svalutazione, in quanto il valore derivante dall'utilizzo continuativo della CGU o dalla sua dismissione è uguale o superiore al suo valore contabile; qualora il valore contabile sia superiore al valore recuperabile, è dovuta una svalutazione partendo dalla riduzione del valore contabile dell'avviamento allocato alle CGU e nel caso in cui la svalutazione superasse il valore dell'avviamento, l'eccedenza dovrà essere portata a riduzione delle altre attività della CGU in proporzione al valore delle medesime.

Dall'analisi dei documenti a disposizione, è possibile rilevare che tutte le società hanno effettuato l'impairment test annualmente, ma nella maggior parte dei casi non hanno rilevato differenze tra il valore contabile e il valore recuperabile dell'avviamento. Secondo quanto determinato dagli amministratori, spesso accompagnati da esperti, come descritto nelle relazioni di bilancio, non si sono realizzate delle perdite di valore, se non in un singolo caso dove si è rilevata una svalutazione minima.

Hamberg ritiene che questo possa essere ricondotto a dei comportamenti opportunistici degli amministratori: qualora il loro compenso sia determinato sulla base degli utili conseguiti dalla società, è plausibile che gli amministratori non rilevino delle riduzioni di valore, che di fatto incrementerebbero i componenti negativi di bilancio riducendone l'utile netto. Essi procederanno dunque alla svalutazione solo nelle situazioni di apparente necessità; infatti, si rileva che la società oggetto dell'analisi che ha rilevato delle perdite di valore, ha ricondotto tale riduzione a delle situazioni di mercato specifiche, causa della variazione dell'avviamento.

CONCLUSIONI

L'adozione dell'IFRS 3R ha modificato sostanzialmente le modalità di contabilizzazione e rappresentazione in bilancio delle operazioni di Business Combination nella prassi internazionale.

Nella prassi italiana è importante evidenziare le difficoltà riscontrate per il reperimento delle informazioni necessarie per la corretta analisi delle operazioni poste in essere. Nonostante si trattasse infatti di società per azioni quotate, e pertanto soggette ad obblighi di pubblicità ben precisi previsti dalla normativa italiana, non è sempre stato possibile recuperare le informazioni relative alle operazioni di fusione oggetto dell'analisi.

Inoltre, si rileva che su 65 società che erano oggetto del campione iniziale, solo 8 hanno posto in essere un'operazione di fusione nel rispetto degli standard internazionali. Per quanto riguarda tutte le altre società, infatti, si trattava di acquisizioni di società già poste sotto il controllo della incorporante (*transactions under common control*), e pertanto non soggette all'applicazione degli standard internazionali.

La ricerca aveva alla base uno studio realizzato da Hamberg, nel mercato svedese, il quale ha evidenziato che, nella maggior parte delle operazioni straordinarie poste in essere, la differenza positiva è stata interamente imputata ad avviamento e non ad attività immateriali specifiche. Questo può essere ricondotto, secondo Hamberg, al fatto che mentre le attività immateriali specifiche sono soggette ad ammortamento, l'avviamento è soggetto a *impairment test*. Egli ritiene che le svalutazioni dell'avviamento secondo gli IFRS siano inferiori rispetto all'ammortamento che si effettuerebbe sulle immobilizzazioni specifiche, con la conseguenza di una generazione di maggiori utili negli anni successivi all'operazione.

I quesiti posti alla base della presente ricerca possono pertanto essere esplicitati come segue:

1. le operazioni di fusione realizzate in Italia, permettono la realizzazione di un *goodwill*?
2. tale maggior valore viene imputato ad avviamento o a immobilizzazioni specifiche, come previsto dagli standard contabili?
3. nel caso venga contabilizzato come avviamento, le società procedono annualmente con l'*impairment test*?

Sulla base di quanto rilevato dal presente studio, è possibile confermare le teorie di Hamberg, sostenendo che in Italia le operazioni di fusione poste in essere generano valore, permettendo la realizzazione di un goodwill. Inoltre, è confermato anche l'altro assunto della teoria di Hamberg, secondo il quale le società che hanno effettuato operazioni di business combination allocano il disavanzo generato dall'operazione ad avviamento, piuttosto che ad immobilizzazioni immateriali specifiche.

Tale avviamento viene sottoposto annualmente, da tutte le società oggetto dell'analisi, ad impairment test, ma di fatto nessuna di esse rileva negli anni successivi una perdita di valore derivante dalla differenza tra il valore contabile dell'avviamento e il suo valore recuperabile.

Tale risultato potrebbe sembrare ambiguo, in quanto è immediato pensare che le società che avessero effettuato delle riduzioni di valore avrebbero avuto un abbattimento immediato degli utili, con i vantaggi conseguenti. Ma anche in questo caso si ritiene opportuno confermare la teoria di Hamberg, il quale riconduce tale comportamento al beneficio che aziende hanno avuto in termini di quotazione di mercato, ovviamente mantenuta costante o incrementata negli anni successivi. Inoltre, non occorre dimenticare che anche nella prassi italiana il compenso degli amministratori delle società è determinato sulla base degli utili conseguiti dalla società stessa. Pertanto essi possono influire sull'ammontare e sui tempi delle riduzioni di valore, utilizzando la discrezionalità prevista dallo IAS 36 per l'impairment test. Pertanto, la maggior parte degli amministratori non effettuerà riduzioni di valore se non strettamente necessario.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., *Guida ai principi contabili internazionali*, Il Sole 24 Ore, 2005
- AA.VV., *Principi contabili internazionali 2009. Testo completo e integrato dei principi contabili IAS/IFRS e interpretazioni SIC/IFRIC secondo i regolamenti (CE)*
- AA.VV., 2006, *Prontuario dei principi contabili internazionali - Guida operativa all'applicazione*
- Amaduzzi A., *Li intangibili nei principi contabili statunitensi e negli IAS/IFRS*, Giuffrè Editore, Milano
- Anand J., Delios A., *Absolute and relative resources as determinants of international acquisitions*, Strategic Management Journal, 2002
- Andrei P., *L'adozione degli IAS/IFRS in Italia: concentrazioni aziendali e bilancio consolidato*, Giappichelli Editore, Torino, 2006
- Bauer R., *IFRS 3: le regole per le operazioni straordinarie*, Amministrazione e Finanza n. 1/2005
- Bradley M., Sundaram A., *Acquisition and performance: A re-assessment of the evidence*, 2006
- Campra M., *La fusione - normativa nazionale e IFRS*, Giuffrè, Milano, 2006
- Casò M., *Le operazioni di gestione straordinaria. La rilevazione contabile secondo i principi IAS*, Giuffrè, Milano, 2002
- Chaffey D., *"Internet marketing"*, Apogeo Editore, 2001, p. 9.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation, measuring and managing the value of companies*, 2000
- Cremona G., Monarca P., Tarantino N., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Wolters Kluwer Italia, 2009
- De Martino G., *La contabilizzazione delle aggregazioni aziendali tra l'IFRS3 e l'IFRS3 Revised*, Rivista italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, Luglio-Agosto 2008
- Deloitte, Assurance & advisory, *Business Combination, a guide to IFRS 3*, Londra, 2004

- Dezzani F., Biancone P.P., Busso D., *IAS/IFRS*, IPSOA 2010
- Ernest&Young, La contabilizzazione dell'avviamento nelle aggregazioni aziendali: il principio IFRS 3, in Quaderni sull'investimento nel capitale di rischio, n. 10/2006, Egea, Milano
- Financial Accounting Standard Board (FASB), Goodwill and Other Intangible Assets, 2001
- Financial Accounting Standard Board (FASB), Exposure Draft, Business Combination, 2005
- Financial Accounting Standard Board (FASB), Statement of Financial Accounting Standards N. 141 Revised, Business Combination, 2007
- Galassi G., Concentrazione e cooperazione interaziendale, Giuffrè, Milano 1969
- Guatri L., Bini M., *"Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende"*, EGEA, Milano, 2005
- Hamberg M., Paananen M., Novak J., Evidence of European IFRS Adoption: the effect of goodwill and intangible assets, Business and Management, 2005
- Hitt. M., Harrison J.S., Ireland R.D., Mergers and Acquisition: a guide to creating value for stakeholders, 2001
- International Accounting Standard Board (2004), IAS 36
- International Accounting Standard Board (2004), IFRS 3
- International Accounting Standard Board (2008), IFRS 3R
- International Accounting Standard Board (2011), IFRS 13
- Macri D.M., Strategie acquisitive e creazione di valore, Finanza, Marketing e Produzione, 1992
- Mariniello L.F., L'applicazione degli IFRS e la performance d'impresa, Rivista dei Dottori Commercialisti, 3/2004
- Miglietta A., Le valutazioni nelle operazioni di fusione, Etas Libri, Milano, 1991
- Migliori S., L'avviamento nell'evoluzione degli standards contabili internazionali, Giappichelli Editore, Torino, 2007
- OIC – ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *Aspetti applicativi dei principi IAS/IFRS*, 28 Novembre 2007,

- Perotta R., Garegnani G.M., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, Milano, 1999
- Perotta R., *Il conferimento d'azienda*, Giuffrè, Milano, 2005
- Pisoni, Biancone, Busso, Cisi, *Il bilancio consolidato dei gruppi quotati*, 2005
- Potito L., “*Le operazioni straordinarie nell’economia delle imprese*”, Giappichelli Editore, Torino 2009.
- Pozzoli M. e Vitali F., *Manuale operativo Ias/Ifrs*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007
- PriceWaterhouseCoopers, *IFRS principi contabili internazionali, Le aggregazioni aziendali e il bilancio consolidato*, Egea, Milano 2007;
- Rossi C., “*Il concetto di fair value e la valutazione degli strumenti finanziari*”, Giuffrè, 2003.
- Savioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, Milano, 2005
- Seth A. (1990), Sources of Value Creation in Acquisitions: An Empirical Investigation, *Strategic Management Journal*
- Sica G., *IAS 36: «IMPAIRMENT TEST» su SINGOLE ATTIVITÀ*. Il Sole 24 Ore, Contabilità e Bilancio, n.4 del 6 Marzo 2006.
- Zanetti E., *Manuale delle operazioni straordinarie*, Eutekne, 2013
- www.fondazioneoic.it
- www.irdgec.it
- www.irdcec.it