



ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DELLE TRE VENEZIE

# INSERTO

BORSE DI STUDIO 2003

Vincitori

CATEGORIA A

- STEFANIA VAROTTO, Praticante Ordine di Padova

L'evoluzione del *leverage buy out* in Italia  
alla luce della riforma del diritto societario

- MARCO VIANELLO, Praticante Ordine di Bassano del Grappa

IAS: come cambiano i criteri di valutazione  
e il trattamento contabile delle voci di bilancio

- MARTINO ZAMBONI, Praticante Ordine di Verona

I patrimoni destinati ad uno specifico affare



# L'evoluzione del *leveraged buy out* in Italia alla luce della riforma del diritto societario

Stefania Varotto / Praticante Ordine di Padova

## 1. Il *leveraged buy out* dal punto di vista economico-aziendale

La tecnica del *leveraged buy out* rientra tra i principali strumenti di ristrutturazione industriale e finanziaria, con i quali si apportano nuove risorse all'interno dell'azienda. Il *leveraged buy out*<sup>1</sup> rappresenta un'operazione societaria straordinaria che rientra tra quelle operazioni societarie che tradizionalmente vengono identificate come attività di *merger and acquisitions*.

Con l'espressione *leveraged buy out (LBO)* si suole indicare, genericamente, tutta quella serie di operazioni natura societaria o finanziaria finalizzate all'acquisizione di una società o di un'azienda (cosiddetta società target o società bersaglio), sfruttando la capacità d'indebitamento della struttura societaria o aziendale che è oggetto di acquisto. Nella pratica, un'operazione di *leveraged buy out* si avvia con la costituzione, da parte dei promotori o della società promotrice (*holding*), di una società *ad hoc (shell company o Newco)* che, ricorrendo a prestiti garantiti e non garantiti, raccoglie i fondi sufficienti per l'acquisto del patrimonio (*asset based transaction*) o delle azioni (*stock based transaction*) della società bersaglio (*Target*). La *Newco* è costituzionalmente dotata di risorse proprie insufficienti rispetto al valore dell'acquisto da effettuare, quindi, parimenti incapace di realizzarlo autonomamente o di offrire garanzie idonee per eventuali finanziamenti. I finanziatori principali sono di norma rappresentati da banche e società finanziarie che possono subordinare l'erogazione del prestito alla presentazione di opportune garanzie. Tali garanzie sono generalmente riconosciute alla struttura patrimoniale della *Target*, che si presenta come un'impresa capace di realizzare un flusso di cassa sufficiente per ripianare il debito, ovvero in possesso di cespiti alienabili utilizzabili al medesimo fine.

La modalità maggiormente sfruttata per realizzare un'operazione di *leveraged buy out*, soprattutto è rappresentata dall'operazione finalizzata alla fusione (c.d. *merger leveraged buy out*) tra la società acquirente (*Newco*) e la società acquisita (*Target*). Con la realizzazione della fusione, infatti, la società risultante si trova, automaticamente, nella possibilità di ripagare (o di garantire) il debito, in quanto diviene titolare dei rapporti giuridici facenti capo alle due società che si sono fuse: debiti propri della società acquirente e patrimonio attivo della società acquistata. Se la fusione avviene nella forma dell'incorporazione di *Target* in *Newco*, i cespiti patrimoniali di *Target* successivamente alla fusione saranno iscritti ora nel bilancio della *Newco*, risultando essere gli elementi che verranno offerti ai finanziatori come garanzia reale dei debiti contratti da *Newco* per l'acquisto della partecipazione in *Target*, o liquidati per il soddisfacimento degli stessi. Analoga situazione si verifica laddove la fusione avvenga non per incorporazione, ma tramite la creazione di una nuova società nella quale confluiranno i patrimoni dei soggetti partecipanti. La realizzazione della fattispecie del *reverse merger* o fusione inversa (*Newco incorporata in Target*), comporta, invece, l'immediata obbligazione da parte della *Target* di rispondere dei debi-

ti della *Newco*, in quanto successore universale dei diritti e degli obblighi della società estinta. In senso economico questo risultato è descritto come "un indebitamento esterno che diviene interno attraverso la fusione".

Le operazioni di *leveraged buy out* sono diversamente definite nella prassi, in relazione ai soggetti che le pongono in essere. Se l'iniziativa dell'operazione è assunta dai *managers* della *Target* si è in presenza della figura del *Management buy out*. Si parla, al contrario, di *Management buy in* nel caso in cui, tra gli investitori, vi sia anche un gruppo manageriale esterno alla *Target* che, al termine dell'operazione, ne assuma il controllo esautorando i vecchi amministratori. Analogie di interessi rispetto al *management buy out*, sono presenti nella formula dell'*Employee buy out*, nel quale è un gruppo di dipendenti della società bersaglio a proporsi in qualità di compratore. Ulteriori varianti riconducibili allo schema di *leveraged buy out* sono i *buy out* operati all'interno di un medesimo gruppo societario (*corporate buy out*) attraverso i quali si perseguono sostanziali finalità di riorganizzazione degli assetti patrimoniali, e le numerose acquisizioni tramite leva finanziaria miranti ad ottenere, esclusivamente, un risparmio di imposta (*fiscal buy out*). Infine, non si possono tralasciare le operazioni di *Family buy out*, che permettono l'uscita di alcuni soci dall'impresa consentendo, tuttavia, che la proprietà e la gestione dell'impresa rimangano interamente nell'ambito della famiglia; tali operazioni, nell'ambito del "passaggio generazionale", possono consentire l'uscita dei soci "anziani" (i genitori), mantenendo la gestione dell'attività nelle mani dei soli "eredi" interessati all'impresa di famiglia, permettendo loro di acquisire il controllo della società e, nel contempo, di ottenere presso terzi (generalmente il sistema bancario) le disponibilità finanziarie necessarie per liquidare gli "eredi" non interessati all'impresa.

La fortuna incontrata dall'operazione negli anni scorsi in Italia ha trovato recentemente un freno nella posizione assunta dalla Cassazione Penale, che ha considerato, quantomeno se realizzata in determinate condizioni e con determinate modalità, illecita l'operazione. Tuttavia, come più diffusamente si esporrà in seguito, alla luce delle novità introdotte dal legislatore con la riforma del diritto societario di prossima entrata in vigore, è verosimile che si assisterà ad una nuova diffusione della stessa.

## 2. Il *leveraged buy out* nel dibattito dottrinale e nella giurisprudenza

La prima sentenza nota di un giudice italiano in merito ad un'operazione di LBO è stata quella relativa al caso Farmitalia<sup>2</sup>, di cui si è occupato in sede civile il Tribunale di Milano<sup>3</sup>. In tale occasione, a fronte di una complessa operazione societaria, i giudici milanesi dichiararono che, nel caso di specie, non vi era stata alcuna violazione, diretta o indiretta, dell'art. 2358 c.c. Analizzando il caso Farmitalia è possibile evidenziare come la decisione dei giudici si fondi sull'impossibilità di stabilire alcun collegamento negoziale tra i finanziatori dell'operazione e la società bersaglio. La consapevolezza dei

<sup>1</sup> Niccolò A. Bruno, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Roma, 2002.

<sup>2</sup> Nel caso di specie era accaduto che una società (Montedison S.p.A.) acquisiva il controllo totalitario di un'altra società per azioni (la Farmitalia S.p.A.) di cui già possedeva attraverso delle controllate (Erbamont NV e Erbamont Italia BV) il 75% del capitale sociale. Successivamente la società Erbamont BV cedette circa il 64% del capitale di Farmitalia ad una società neocostituita, la Erbamont Industriale SRL, sempre controllata da Montedison, la quale per far fronte al pagamento della somma pattuita dovette far ricorso sia ad un aumento di capitale sia soprattutto all'acquisizione di ingenti capitali di prestito. Dato il notevole indebitamento di cui la Erbamont Industriale Srl risultava titolare venne individuata, allora, come soluzione quella della fusione per incorporazione tra Erbamont Industriale Srl (incorporante) e Farmitalia SPA (incorporata ed il cui patrimonio risultava dotato di una notevole liquidità), la quale assunse la denominazione sociale di Farmitalia Erba SRL. Successivamente quest'ultima attraverso la liquidità di cui era entrata in possesso, provvide al rimborso del finanziamento in precedenza assunto per effettuare l'acquisto della partecipazione in Farmitalia S.p.A.

<sup>3</sup> Tribunale Milano, 14 maggio 1992, pubblicato in *Le Società*, 1992, 982.

finanziatori e dei soci di *Newco*, che il pagamento del debito sarebbe avvenuto tramite l'utilizzo del patrimonio dell'acquisita non diviene, ad avviso di tale giurisprudenza, elemento sufficiente per configurare la fusione come un negozio in frode alla legge, integrante quindi una violazione indiretta dell'art. 2358 c.c. Secondo le affermazioni dei giudici milanesi, sulla base del caso concreto, l'operazione di MLBO non risultava né in contrasto con il divieto posto dall'art. 2357 potendosi escludere che "vi sia stato da parte della società acquisita acquisto di azioni proprie", né con l'art. 2358 c.c. in via diretta (dato che la società acquisita non ha accordato alcun prestito o fornito alcuna garanzia per l'acquisto delle azioni proprie), o in via indiretta attraverso la delibera di fusione ("la fusione non comporta per la società acquisita un'operazione di prestito o di garanzia finalizzata a fare acquistare sue azioni alla società acquirente").

La medesima vicenda, come noto, ha avuto anche risvolto penale<sup>4</sup>. In tale occasione, il collegio giudicante, dopo aver qualificato la fattispecie oggetto d'esame come ipotesi di MLBO, ha ravvisato invece in detta operazione un acquisto di azioni proprie, compiuto in violazione di quanto prescritto dall'art. 2357 c.c., con ciò non affrontando direttamente il tema della compatibilità o meno del LBO con l'art. 2358 c.c.. Particolarmente significativo, al fine di ricostruire l'orientamento giurisprudenziale sul LBO, risulta essere anche il provvedimento di archiviazione del G.i.p. presso il Tribunale di Brescia, relativo al caso "Marzoli" pronunciato il 1 giugno 1993<sup>5</sup>. In particolare il G.i.p. di Brescia non si è limitato ad escludere una violazione diretta degli artt. 2357 e 2358 c.c., ma ha voluto anche confutare quell'orientamento dottrinario per il quale il LBO darebbe luogo ad un'operazione elusiva delle disposizioni contenute negli articoli citati: premesso che la frode alla legge si configura allorché l'unico interesse al compimento di una determinata operazione sia quello di "aggirare" la norma imperativa ottenendo un risultato equivalente a quello vietato, si è affermato che "l'esistenza di un corretto interesse aziendale e di un ragionevole obiettivo strategico economico appaiono i requisiti che permettono di escludere la sussistenza di operazioni in frode ai disposti degli artt. 2357 e 2358 c.c."

I positivi riscontri giurisprudenziali fin qui citati a sostegno della sostanziale legittimità di un leveraged buy-out con fusione non presuppongono tuttavia una affermazione incondizionata della liceità delle operazioni di buy-out, indipendentemente dalle forme da queste assunte, ed infatti in giurisprudenza si levarono voci contrarie. Esempio emblematico è dato a questo proposito dalla sentenza del Tribunale di Ivrea del 12 agosto 1995<sup>6</sup>, avente ad oggetto un'ipotesi di sfruttamento dell'effetto di "leva finanziaria", senza ricorrere ad una fusione tra le imprese partecipanti. In questa attività definita dal tribunale come di leveraged buy-out si è ravvisata una violazione del divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c., sia pure attraverso l'adozione di uno schema interpositorio. L'interpretazione adottata dell'art. 2358 c.c. lo pone come un "divieto inderogabile" che "comporta l'invalidità di ogni operazione che comunque eseguita tenda a conseguire risultati analoghi" ed è posto "in via generale per l'acquisto delle azioni ed è pertanto riferibile tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque strumentali rispetto all'acquisto stesso." I detrattori delle attività di leveraged buy-out hanno immediatamente salutato questa sentenza come "il primo precedente italiano chiaramente orientato nel senso dell'illiceità" dell'operazione in sé, ponendola come base per un'estensione dell'illiceità anche alle fattispecie di buy-out con fusione.

Successivamente, significativa appare essere la sentenza del Tribunale di Milano del 1999<sup>7</sup> relativa al caso "Trenno" nella quale, peraltro si

è affrontata l'ipotesi della c.d. fusione inversa, ovvero di incorporazione della controllante nella controllata. La sentenza in esame appare meritevole perché per la prima volta ha trattato diffusamente dell'istituto del LBO in relazione ad un'operazione di fusione. Il punto saliente della sentenza è costituito dall'affermazione della liceità dell'operazione di MLBO a condizione che detta operazione abbia una valida "ragione economica".

Più di recente, nell'ambito di una vicenda di bancarotta fraudolenta, la Cassazione penale, 4 febbraio 2000<sup>8</sup> ha affermato l'illiceità dell'operazione di LBO. In realtà, analizzando compiutamente la sentenza in esame è possibile affermare che: la dichiarazione di illiceità è avvenuta in via incidentale e circoscritta alla sola fattispecie oggetto di esame da parte dei giudici e non al LBO in generale. E', peraltro, discutibile che l'operazione oggetto di esame e censurata da parte dei giudici della suprema corte integrasse un'ipotesi di LBO in senso proprio. Se, come sembra, questa deve essere la lettura corretta della sentenza in esame, allora è possibile affermare come anche i giudici della Suprema Corte abbiano sposato l'orientamento che richiede un'indagine volta a dimostrare la sussistenza di un intento elusivo del divieto di cui all'art. 2358 c.c..

La Cassazione ha affermato che "l'istituto del c.d. leveraged buy out non è importabile in Italia, ostando il principio fissato nell'art. 2358 per il quale "la società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie". Tuttavia, la descrizione dell'operazione di LBO contenuta nella sentenza appare piuttosto superficiale allorché equipara la garanzia del prestito costituita dalle azioni della *Target* con quella assicurata dal patrimonio della stessa società acquisita. Diversa è, infatti, l'ipotesi in cui l'acquirente, successivamente all'acquisto o al momento della stipula del finanziamento, si impegni a concedere in pegno le azioni acquisite da quella in cui il finanziamento/prestito contratto con la *new company*, per il compimento dell'operazione, venga garantito dalla società bersaglio con il proprio patrimonio (ipotesi che si configura come una violazione diretta dell'art. 2358).

La possibilità che le operazioni di leveraged buy-out (in particolare di quelle realizzate attraverso la fusione per incorporazione tra società veicolo e società *Target*), potessero rientrare nel novero delle violazioni del comma I dell'art. 2358 c.c. ha obbligato la dottrina, civilistica e penalistica, ad uno studio attento di questa tipologia di acquisizione di partecipazioni societarie.

Un primo orientamento dottrinale, definito "formalistico"<sup>9</sup>, partendo dall'analisi delle singole fasi in cui si articola una operazione di leveraged buy-out, non riconosce l'esistenza di alcun profilo di illiceità riconducibile all'art. 2358 c.c.. Infatti, nella fase in cui la società veicolo ottiene il credito necessario per l'acquisizione, la *Target* si presenta come un soggetto estraneo alla trattativa, anzi potrebbe essere perfino ostile alla conclusione della stessa, nel caso in cui non abbia interesse ad essere scalata dalla *Newco*. Avvenuto l'acquisto e deliberata la fusione tra le società, l'assunzione da parte della *Target* del debito assunto da *Newco* diviene una mera conseguenza della compenetrazione dei due patrimoni. La società *Target* viene coinvolta attivamente nel *Merger LBO* soltanto al momento di deliberare la fusione con la società acquirente ed è in tale momento che si produce, l'accennata traslazione dell'indebitamento contratto in precedenza dalla *Newco* sul patrimonio e sui flussi della *Target*. La fusione, tuttavia, è stato osservato dai sostenitori della tesi formalistica, non può essere considerata un negozio teso a fornire garanzie o finanziamenti, ma si configura come un'operazione neutra, prevista dalla legge al fine di consentire l'integrazione economica e giuridica

<sup>4</sup> Tribunale Milano, 30 giugno 1992, pubblicato in Foro.it, 1993, II, 168.

<sup>5</sup> Unimarfin Srl (*newco*) aveva acquisito il controllo pressoché totalitario della società *target* F.lli Marzoli Spa utilizzando, come fonte principale del corrispettivo, dei finanziamenti ottenuti da un pool di istituti di credito ed in piccola parte mezzi propri. Successivamente venne deliberata, dalle rispettive assemblee straordinarie, la fusione per incorporazione della *target* nella *newco*, la quale assunse anche una nuova denominazione sociale (Fratelli Marzoli e C. SpA). La nuova società pose in essere fra i primi atti di gestione la cessione di importanti cespiti aziendali (già facenti parte del patrimonio della "vecchia" Marzoli) al fine di permettere il rimborso del debito assunto dalla Unimarfin per il compimento dell'operazione di acquisizione. Pubblicato in Riv. Soc., 1996, 563.

<sup>6</sup> La società *newco* Teseo S.r.l. aveva acquistato da altra società il pacchetto di controllo della Manifattura di Courgné S.p.A. (MC) mediante un finanziamento ottenuto dal Monte dei Paschi Fondiario (MPS). Successivamente la società acquisita ottenne dallo stesso istituto di credito, mediante la stipulazione di un contratto di anticipazione fondiaria con garanzia ipotecaria, un finanziamento che, attraverso successivi trasferimenti, giunse alla *newco* Teseo la quale lo impiegò in parte per rimborsare il prestito da lei stessa ottenuto, in parte per completare il pagamento delle azioni della società M.C. Pubblicato in Giur. it., 1996, I, 2, 196.

<sup>7</sup> Una società (Snai Servizi S.p.A.) aveva costituito una *new company* (San Siro S.p.A.) che, dopo aver ottenuto ingenti finanziamenti dai vari istituti di credito, aveva acquistato circa il 70% del capitale di una società bersaglio (nel caso di specie la Trenno S.p.A.). Successivamente, la *newco*, aveva lanciato un'OPA obbligatoria sulla restante parte del capitale sociale della Trenno S.p.A.. Dopo alcuni mesi l'operazione di leveraged buy out venne completata mediante l'adozione di una delibera di fusione inversa della *newco* (società controllante) nella società *target*, (società controllata -Trenno Spa) (c.d. reverse merger LBO), la quale, in tal modo, venne ad assumere il debito contratto dalla prima per l'attuazione dell'operazione di acquisto delle proprie azioni. Pubblicato in Le Società, 2000, 75.

<sup>8</sup> Pubblicato in Corriere Giuridico, 2000, 6, 745.

<sup>9</sup> Nota a Cass. Pen. 4 febbraio 2000, n. 5503 di L.Picone in Le Società, 2000, 6, 713.

fra due aziende e del tutto insensibile alle motivazioni che possono aver spinto le società partecipanti a deliberarla. Non vi sarebbe quindi, secondo i sostenitori di tale tesi, violazione diretta dell'art. 2358 del c.c., né vi sarebbe violazione indiretta di tale disposizione, non potendosi configurare la fusione come negozio in frode alla legge. In nessuna delle suddette fasi la società *Target* è, dunque, direttamente o indirettamente coinvolta nel compimento degli atti negoziali finalizzati al finanziamento dell'operazione o alla concessione delle relative garanzie. Per la tesi formalistica, la società *Target* è il bersaglio del LBO, ne subisce passivamente le conseguenze e dunque non può esservi da parte sua una violazione del divieto di "assistenza finanziaria" di cui all'art. 2358 del c.c..

La dottrina che invece si dimostra più sospettosa verso la liceità delle attività di *leveraged buy-out*, afferma che le suddette fasi del *Merger LBO* non devono essere lette ed interpretate singolarmente, ognuna prescindendo dalle altre, ma devono essere oggetto, ove possibile nel caso specifico, di un esame globale, che le inquadri nel contesto di un'unica, complessiva, operazione giuridica ed economica. Alla luce di tale lettura unitaria dei diversi negozi collegati che compongono l'operazione, un MLBO potrebbe quindi rivelarsi un procedimento acquisitivo non sorretto da una valida ragione economica o imprenditoriale e finalizzato nel suo complesso alla mera traslazione sul patrimonio della *target* dell'indebitamento per l'acquisto delle proprie azioni e della concessione delle relative garanzie. Si tratterebbe allora di un aggiramento del divieto di "assistenza finanziaria" di cui all'art. 2358 del c.c. e l'operazione dovrebbe conseguentemente reputarsi nulla per illiceità della causa ai sensi dell'art. 1344 del c.c.. Secondo tale dottrina la funzione di un processo di fusione è la concentrazione di più organismi produttivi, mentre nelle operazioni di *buy-out* vi sarebbe una deviazione da tale funzione tipica, con l'unico obiettivo di garantire, con il patrimonio della società acquisita, l'acquisto delle azioni della medesima.

### 3. *Leveraged buy out* e riforma del diritto societario: il nuovo articolo 2501 bis del codice civile

Con l'approvazione della riforma del diritto societario, destinata ad entrare in vigore il 1° gennaio 2004, il legislatore ha introdotto nel nostro sistema giuridico il nuovo art. 2501 bis c.c., in base alla disposizione contenuta alla lettera d dell'art. 7 della legge delega n. 366/2001, ai sensi della quale "la riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione è ispirata ai seguenti principi e criteri direttivi: d) prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente agli articoli 2357, 2357quarter e 2358 del c.c.. Anche dopo la riforma, le fusioni non comportano violazioni del divieto di assistenza finanziaria soltanto a condizione che nessuna violazione dell'art. 2358 sia direttamente realizzata. A tal proposito, infatti, la disposizione di cui al nuovo art. 2501-bis nulla innova sull'art. 2358 c.c., che dunque mantiene la sua piena validità con riferimento al divieto, dalla stessa posto, di concessione da parte di una società di finanziamenti o garanzie finalizzate all'acquisto o alla sottoscrizione di azioni. Pare potersi affermare al riguardo che la disposizione contenuta nell'art. 2501 bis c.c., non lasci ulteriore spazio alla tesi secondo cui un'operazione di *merger leveraged buy out* integrerebbe un negozio in frode alla legge in relazione alla presunta violazione dell'art. 2358 c.c.. Orbene il legislatore – escluso qualsiasi intento innovativo o modificativo rispetto al contenuto dell'art. 2358 c.c. – ha voluto sbarrare drasticamente la via al rischio di arbitrarie estensioni del divieto imposto da quest'ultima norma, onde evitare che possano crearsi incertezze circa la sorte di operazioni di assoluta regolarità ed importanza, il cui modello è diffuso e praticato in tutto il mondo<sup>10</sup>. La nuova norma ammettendo le "fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento" ha l'evidente merito di aver chiarito, quanto meno in termini di principio, la questione della liceità o meno di operazioni di acquisizione realizzate attraverso il ricorso allo strumento del *Merger leveraged buy out*.

La scelta del legislatore è stata di optare per un riconoscimento della liceità di simili operazioni straordinarie, a condizione che le stesse siano assistite da particolari cautele volte a tutelare i soggetti che potenzialmente potrebbero venirne danneggiati, vale a dire i soci e/o i creditori delle società coinvolte nella fusione. Tali strumenti di tutela

predisposti dal legislatore si risolvono in un complesso di obblighi di informazioni posti a carico degli organi amministrativi delle società coinvolte nella fusione e in determinati obblighi "certificativi" gravanti su soggetti terzi chiamati ad esprimere un parere sull'operazione. In particolare l'operazione, attraverso la quale la società acquisita procederà al rimborso con il proprio patrimonio del debito contratto per l'acquisto delle proprie partecipazioni, presuppone:

1. L'indicazione nel progetto di fusione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. L'ampia e generica dizione di risorse finanziarie adottata dal legislatore consente di includere nelle stesse, quali fonti previste per il "soddisfacimento delle obbligazioni", sia i flussi di cassa generabili dalla società *target* attraverso la propria attività caratteristica, sia i proventi di eventuali operazioni straordinarie, quali ad esempio la vendita di *asset* non strategici e l'emissione di prestiti obbligazionari. In merito alla determinazione delle obbligazioni, prevedibilmente soddisfacenti attraverso l'impiego delle risorse finanziarie, bisognerà fare riferimento sia all'indebitamento corrente sia alle passività a medio/lungo termine: a tale scopo risulta utile la predisposizione di un *business plan*.
2. La predisposizione della relazione di cui all'art. 2501 quinquies c.c. (relazione dell'organo amministrativo) la quale dovrà indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. Esaminando la necessaria indicazione delle "ragioni che giustificano l'operazione"<sup>11</sup> si può ritenere come tali ragioni giustificatrici debbano attenersi all'operazione intesa come complesso di negozi volti a trovare il proprio completamento nella realizzazione della fusione realizzabile mediante il *leveraged buy out*<sup>12</sup>. Dalla lettura del dettato normativo, pare dunque condivisibile l'interpretazione di chi volesse restringere l'affermata liceità della fattispecie "LBO", quale risultante dalle nuove norme, alle sole operazioni con finalità "industriali", e non a quelle con finalità esclusivamente finanziarie poste in essere, per esempio da un investitore istituzionale.
3. la relazione degli esperti di cui all'art. 2501 sexies che dovrà attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione;
4. che al suddetto progetto di fusione dovrà essere allegata relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente, la quale dovrà attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, con particolare riferimento alle modalità di rimborso del finanziamento.

Tutti questi obblighi, rappresentando una specifica fonte di assunzione di responsabilità per amministratori, sindaci ed esperti, dovrebbero svolgere una funzione sostanzialmente preventiva, fungendo da deterrente per operazioni prive di reali ragioni giustificative sotto il profilo economico-imprenditoriale o meramente elusive del disposto di norme inderogabili. La necessità di una specifica indicazione nelle relazioni di amministratori ed esperti delle ragioni che giustificano l'operazione, degli obiettivi che si intendono raggiungere e delle risorse finanziarie cui si intende attingere, attribuisce un ruolo rilevante a tali indicazioni anche nel contesto della delibera di fusione e nella successiva fase (eventuale) di impugnativa/opposizione alla fusione stessa. Se prima della riforma la tutela di soci e creditori veniva garantita, per i critici della compatibilità delle operazioni di *leveraged buy out* con il nostro ordinamento, attraverso il ricorso all'istituto della frode alla legge e la conseguente illiceità di operazioni di *leveraged buy out*, con l'introduzione del nuovo art. 2501 bis il legislatore nel riconoscere la legittimità del *Merger leveraged buy out*, ha dimostrato di accogliere un'impostazione già presente in una parte della giurisprudenza<sup>13</sup> che riteneva di riscontrare l'illiceità di simili operazioni laddove non sorrette da ragioni economiche o progetti industriali che potessero giustificare la fusione. In tal senso con la riforma viene imposta una maggiore trasparenza ed altresì richiesto un maggior rigore proprio su quegli elementi che, anche nel contesto della normativa attualmente vigente, risultavano essere una discriminante, quantomeno per parte della giurisprudenza, spostando così il piano della tutela generale (liceità dell'operazione) al particolare (regolare ed esaustivo adempimento degli obblighi).

<sup>10</sup> Pietro Schlesinger, *Merger leveraged buy out* e riforma societaria, Corriere Giuridico, n. 6, 2003 pag. 705.

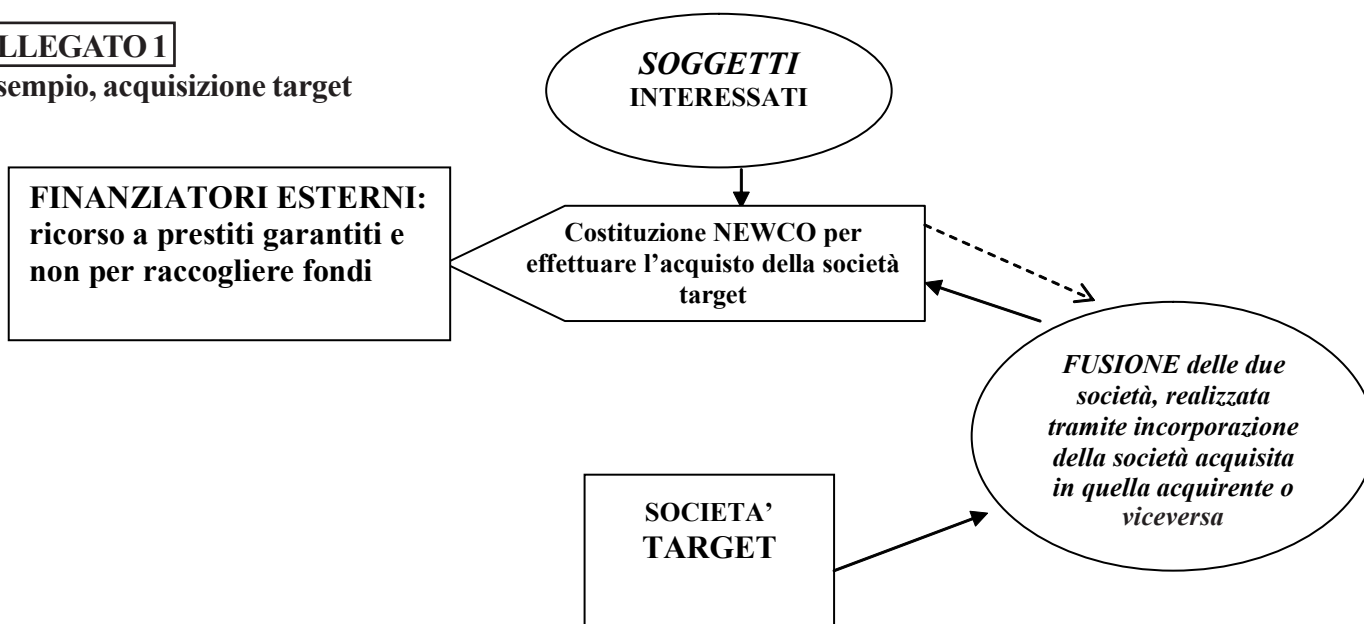
<sup>11</sup> Si veda a proposito come la decisione del Tribunale civile di Milano, 13 maggio 1999, ha escluso la frode alla legge quando l'operazione "è sorretta da un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica, in grado di generare *cash flow*, idoneo a rimborsare i finanziamenti."

<sup>12</sup> M. Bernardi, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, Diritto e Pratica delle Società, n. 9, 2003 pag. 44.

<sup>13</sup> In particolare si veda Tribunale di Milano, 13 maggio 1999.

**ALLEGATO 1**

Esempio, acquisizione target



Esempio, acquisizione di assets della target

**ALLEGATO 2**

Esempio di "EFFETTO LEVA FINANZIARIA"

La possibilità di sfruttare con successo le caratteristiche del *leveraged buy out* è riconnessa ad un'oculata scelta della società oggetto dell'acquisizione, in quanto non tutte le strutture patrimoniali risultano idonee ad assorbire gli effetti finali dell'operazione che consistono, sostanzialmente, nell'addossarne il costo alla società bersaglio.

L'attività ideale oggetto di una possibile acquisizione deve possedere le seguenti caratteristiche finanziarie:

- basso grado di indebitamento;
- stabili flussi di cassa nelle gestioni passate e prospettiva di crescita costante degli utili per gli esercizi futuri;
- presenza di attività che possono costituire garanzie per i creditori;
- presenza di attività o rami di azienda cedibili autonomamente;
- esistenza di un mercato potenziale sul quale cedere in futuro l'azienda;
- una posizione di mercato dominante;
- management professionale e preparato.

Pertanto la verifica dei flussi finanziari prospettici dell'impresa da acquisire è l'indagine preliminare necessaria per progettare correttamente l'operazione. Una simile operazione comporta, infatti, un forte incremento della leva finanziaria della società *target*: proprio per questo motivo gli investitori saranno disposti ad intervenire solo se riterranno che la società sarà in grado di far fronte al maggior debito ed agli oneri finanziari a questo connessi. Infatti, è importante che l'impresa oggetto di un'operazione di *leveraged buy out* disponga di condizioni patrimoniali e finanziarie in

grado di consentire l'espansione dell'indebitamento.

**Esempio numerico**

Ipotesi:

- impresa A operante in un settore maturo con tasso di crescita quasi nullo;
- impresa B operante in un settore competitivo con elevato tasso di crescita;
- le due società hanno identico fatturato

Una volta realizzata la fusione (ipotesi di fusione per incorporazione della società oggetto della acquisizione nella società acquirente) la *NewCo* dovrà pagare gli interessi passivi derivanti dall'assunzione del debito della *holding* con le risorse generate dall'attività della *target*: a parità di indebitamento, risulta evidente come gli interessi passivi incidano pesantemente sulla situazione dell'impresa B, che presenta un risultato netto ben 6 volte inferiore rispetto a quello dell'impresa A.

Nel caso in cui venga incrementato il livello d'indebitamento (ad esempio a 38.000), di conseguenza incrementa anche il *leveraged* dell'operazione, l'impresa B non riesce a generare sufficienti risorse per pagare gli interessi connessi al finanzia-

mento (in questa ipotesi l'ammontare degli interessi passivi ammonta a 5.320, importo superiore all'utile lordo di 5.000).

L'elevato grado di *leveraged* consente di incrementare sensibilmente il ritorno sul capitale proprio (ROE), a patto che siano rispettate alcune condizioni.

La relazione tra il ROE e leva finanziaria è espressa dalla seguente formula:

$$ROE = ROI + D/E * (ROI - i)$$

dove:

ROE = redditività del capitale proprio

ROI = redditività del capitale investito

D/E = leva finanziaria

i = costo del capitale investito

In conclusione si può notare che a fronte di una differenza positiva tra ROI e i, un elevato grado di leva finanziaria incrementa il valore del ROE.

**Sviluppo ipotesi di Leveraged buy out:**

Capitale proprio holding	20.000
Finanziamenti	30.000
Valore acquisizione	50.000
Costo del debito	14%

	IMPRESA A	IMPRESA B
Utile lordo target (a)	9.000	5.000
Interessi passivi (b)	(4.200)	(4.200)
Utile lordo NewCo (a-b)	4.800	800
Imposte	(1.932)	(322)
Utile netto NewCo	2.868	478

# IAS: come cambiano i criteri di valutazione e il trattamento contabile delle voci di bilancio

Marco Vianello / Praticante Ordine di Bassano del Grappa

## 1. PREMessa: SCOPO DEL LAVORO, METODOLOGIE UTILIZZATE, RIFERIMENTI NORMATIVI E PRECISAZIONI TERMINOLOGICHE

Scopo del presente lavoro è quello di analizzare come cambiano i criteri di valutazione e il trattamento contabile di alcune fondamentali voci bilancio in seguito all'entrata in vigore del Regolamento CE 19/07/2002 n.1606, che prevede l'obbligo, per le società quotate su un mercato regolamentato UE, di predisporre i propri bilanci consolidati, a partire dal 31 dicembre 2005, secondo i principi contabili internazionali. Si tratta di un processo di innovazione e cambiamento di importanza fondamentale per i bilanci delle imprese europee, per diverse ragioni:

- § le società quotate su un mercato UE devono assorbire un sistema di principi contabili che presenta grandi differenze rispetto a quello oggi vigente, ed il cui impatto in termini di approccio al bilancio, di criteri valutativi, di sistemi informativi e reportistici richiesti, e in ultima sostanza di risultati conseguibili sarà sicuramente notevole;
- § il Regolamento<sup>1</sup> in esame prevede anche che gli Stati aderenti possano richiedere o consentire l'utilizzo dei principi in oggetto anche relativamente ai bilanci civilistici delle stesse società, nonché la possibilità che tali facoltà od obblighi siano estesi anche alle società non quotate;
- § l'emanazione del Regolamento 1606/2002 comporta anche la necessità per gli Stati che vi si uniformeranno, di armonizzare la disciplina IAS e quella prevista per tutte le società e le imprese non tenute ad uniformarsi, pena la discriminazione in merito alla possibilità di quotazione e quindi alla possibilità stessa di accesso ai capitali.

L'attualità di un'analisi di questo tipo nasce invece dai tempi molto serrati nel rispetto dei quali il cambiamento dovrà avere luogo. Le società tenute all'osservanza delle nuove regole, infatti, dovranno presentare i propri bilanci al 31 dicembre 2005 con le nuove regole. I dati di bilancio, dovranno però rispettare il postulato di comparabilità con i dati dell'esercizio precedente (obbligo esteso alle poste indicate in tutti i documenti integranti il bilancio, come vedremo). Ciò significa, naturalmente, che già dal 1 gennaio 2004 occorrerà (ancorché in forma extra-contabile) disporre dei dati necessari a tal fine.

Detto questo, sarà opportuno precisare quello che sarà il metodo utilizzato per la stesura di questo articolo. Dopo una breve introduzione sui motivi che hanno spinto all'emanazione del regolamento citato, sarà posta l'attenzione su come dovrà cambiare l'approccio al bilancio (oggetto, si vedrà, di una vera e propria rivoluzione a partire dalle fondamenta, vale a dire dalla propria funzione) di chi dovrà redigerlo e di chi dovrà poi utilizzarlo (si vedranno perciò come cambieranno i principi generali che lo ispirano e il contenuto stesso del medesimo). Successivamente, nella parte centrale del lavoro, si ana-

lizzeranno le voci di bilancio destinate a cambiare più significativamente. Per completare il ragionamento, si considereranno a conclusione del lavoro le questioni più complesse da affrontare e le perplessità che una riforma di tale portata reca necessariamente con sé. Per ciò che concerne i riferimenti normativi relativi al bilancio *italiano*, ci si ricondurrà essenzialmente al D.Lgs. 127/91 per le aziende industriali e commerciali.

Infine, per quanto riguarda la terminologia adottata, si precisa che a partire dal 1 aprile 2001, la sigla IAS (*International Accounting Standard*) è sostituita dall'acronimo IFRS (*International Financial Reporting Standard*). Tuttavia, essendo la denominazione IAS più conosciuta e diffusa presso gli operatori, si è preferito fare riferimento comunque ad essa.

## 2. LA SPINTA AL CAMBIAMENTO: L'ARMONIZZAZIONE CONTABILE NELL'UNIONE EUROPEA

Tra gli obiettivi prioritari fissati nel 1957 attraverso la stesura del Trattato CEE, vi è quello della creazione di un mercato europeo caratterizzato dall'assenza di barriere alla libera circolazione delle merci, dei servizi, delle persone e dei capitali. Tale evoluzione dei mercati ha implicato, com'è ovvio, un coordinamento a livello di disciplina commerciale dei paesi aderenti. Non si può quindi non affermare che l'armonizzazione a livello UE della normativa dettata per la redazione dei bilanci non sia un passaggio da cui difficilmente si può prescindere per il raggiungimento degli obiettivi preposti. L'impiego di criteri contabili difformi da parte dei diversi paesi aderenti all'Unione, infatti, creando scarsa comparabilità (quindi difficoltà notevoli per gli investitori) per ciò che attiene la raccolta, l'analisi, il confronto e l'elaborazione delle informazioni contenute nel bilancio, rappresenta un vero e proprio ostacolo diretto a ciò che il Trattato si propone, ovvero la libera circolazione di capitali. Si pensi solo, a titolo esemplificativo, alla necessità, per un'impresa europea intenzionata a quotarsi in altri stati dell'Unione, di rielaborare il proprio bilancio sulla base delle norme di redazione previste dall'ordinamento giuridico del paese dove essa intende quotarsi. Il che significa, paradossalmente, la necessità di redigere tanti bilanci quanti sono i mercati cui l'impresa vuole accedere. Ecco perché l'emanazione del Regolamento 1606/2002 non è che l'atto finale e più pregnante di un processo avviato già nel 1978 con l'emanazione della IV Direttiva CEE (che già contemplava la necessità di porre in essere delle condizioni giuridiche minime in merito all'estensione delle informazioni finanziarie da fornire al pubblico da parte delle società concorrenti). Venendo rapidamente al passaggio finale di questo lento processo di cambiamento (che a conti fatti ha richiesto più di vent'anni), analizziamo il disposto del citato Regolamento UE 1606/2002. In base ad esso:

*Tutte le società dell'Unione Europea quotate in un mercato regolamentato dovranno presentare il bilancio consolidato con-*

<sup>1</sup> Si noti come la stessa scelta di avviare il processo di riforma con l'emanazione di un Regolamento (per sua natura immediatamente vincolante) in luogo delle usuali Direttive, la dice lunga sulla portata del cambiamento e sulla volontà del legislatore di dettare un nuovo quadro contabile senza alternative al momento dell'attuazione.

formemente ai principi contabili internazionali, a partire dagli esercizi con inizio dal 1 gennaio 2005. Gli Stati membri possono consentire o prescrivere l'osservanza dei principi contabili internazionali anche per i bilanci individuali delle società quotate. Agli Stati membri è altresì concesso di estendere la possibilità o l'obbligo di utilizzo dei principi contabili internazionali anche alle società non quotate, sia per i bilanci individuali sia per quelli consolidati.

Rimandando per le considerazioni sull'impatto di una norma così disposta a quanto detto in premessa, ci occupiamo ora, innanzitutto, delle principali differenze che si configurano in relazione ai principi generali che governano il bilancio, nonché alla struttura ed al contenuto dello stesso.

### 3. MODIFICHE DEI PRINCIPI GENERALI, DEL CONTENUTO E DELLA STRUTTURA DI BILANCIO

Appare evidente che il recepimento del Reg. UE 1606 costituirà, in merito alla redazione dei conti annuali e consolidati delle imprese europee, una rivoluzione epocale di quelli che sono i principi di redazione del bilancio. In prima battuta, si può dire che l'adozione dei principi internazionali delinea la prospettiva di uno stravolgimento di quella che può essere definita la concezione stessa del bilancio nella tradizione europea. Come è noto, infatti, secondo la normativa attuale il bilancio si configura come uno strumento che, ispirandosi a criteri basati in via principale al pilastro concettuale della *prudenza*, tende a dare un'informazione ai terzi portatori di interessi che possiamo definire di tipo "garantista". Secondo quanto sancito dallo IAS<sup>1</sup>, invece, il bilancio rappresenta uno strumento di analisi e decisione per gli operatori economici portatori di interessi nei confronti dell'impresa che lo redige. La differenza emerge in tutta evidenza dando lettura delle disposizioni sulla finalità del bilancio secondo le due normative.

L'art. 2423 bis del Codice Civile, novellato "Principi di redazione del bilancio", sancisce che "nella redazione del bilancio devono essere osservati i seguenti principi:

- 1) la valutazione delle voci deve essere fatta secondo prudenza e nella prospettiva della continuazione dell'attività;
- 2) si possono indicare esclusivamente gli utili realizzati alla data di chiusura dell'esercizio [...]"

Secondo un autorevole esponente di dottrina qual è Francesco Galgano, la funzione del bilancio così come si configura dalla lettura dell'art. 2423 bis c.c., riportato, nonché del precedente 2423 c.c., è duplice: "la prima funzione è di dimostrare, al termine di ogni esercizio, il valore del patrimonio sociale, la seconda è quella di esporre gli utili distribuibili al termine dell'esercizio stesso."<sup>2</sup> Nel primo caso, quindi, sono garantiti i terzi che entrano in rapporto con la società: in primo luogo, com'è naturale che sia, i terzi creditori. Il patrimonio sociale è, nelle società di capitali, l'unica garanzia offerta ai creditori, ed il bilancio indica per ogni esercizio la misura di tale garanzia.

Nel secondo caso, l'interesse tutelato è quello in capo agli azionisti, specialmente agli azionisti di minoranza, a che gli utili realizzati siano effettivamente indicati e distribuiti. Si palesa con forza, pertanto, lo scopo "garantista" assegnato al bilancio.

E' evidente, al contrario, il mancato riferimento esplicito a tali prerogative secondo la disciplina dettata dagli IAS, ed è evidente uno scopo completamente diverso assegnato al bilancio.

Secondo lo IAS numero 1, punto 2.2., "Obiettivi del bilancio", "il bilancio si propone di:

§ *fornire informazioni* (necessarie ad un ampio numero di utilizzatori al fine di prendere decisioni di carattere economico) sui seguenti aspetti inerenti l'impresa:

- \* posizione finanziaria: attività, passività e patrimonio netto;
- \* risultato economico: ricavi e costi registrati nel conto economico e utili e perdite riconosciute direttamente a patrimonio netto

\* cash flows: variazioni della cassa e dei suoi equivalenti

§ *commentare* i risultati dell'azione del management aziendale.

La lettura del citato 2423 bis del codice civile, in particolare del punto 2 sulla distribuzione degli utili, torna utile anche per esaminare le prime dirette conseguenze di un così radicale cambiamento dello scopo del bilancio. Laddove il reddito secondo la normativa europea (in accordo a quella italiana) è visto come *reddito distribuibile* (con la conseguenza che le regole di determinazione sono vincolate alla limitazione del rischio di distribuzione di utili fittizi), secondo i principi internazionali il reddito è di contro un *reddito prodotto*. Esso può, per sua natura, essere influenzato da ricavi o proventi non ancora realizzati, dovuti principalmente all'impiego di *valori correnti* (in luogo dell'iscrizione delle poste al *costo storico*, vedi paragrafo sul *fair value*) per la valutazione di alcune poste di bilancio. Sempre a sostegno di tale ragionamento, si consideri che l'idea di *reddito prodotto* appare anche con riferimento al riconoscimento dei ricavi: lo IAS 18 riconosce la possibilità di rilevare un ricavo di vendita slegandolo formalmente dal momento del *passaggio della proprietà* cruciale invece secondo la normativa nazionale.

Ma la diversa concezione di reddito appare con ancora maggiore chiarezza ove si pensi a quanto la normativa fiscale, attraverso i c.d. inquinamenti (peraltro legalizzati dal nostro ordinamento giuridico) alla performance di bilancio, faccia perdere importanza al risultato prodotto, privilegiando invece la misurazione del risultato distribuibile (il bilancio secondo le norme IAS dovrà essere invece *pulito* dai c.d. inquinamenti fiscali). Altro mutamento di primaria importanza concerne il nuovo significato che viene ad assumere il concetto di *capitale*. Se nell'impianto normativo continentale il capitale è saldamente ancorato al concetto di *proprietà* (cosa che vedremo in dettaglio analizzando come cambia la rilevanza del momento del *trasferimento di proprietà* e ancor di più commentando la nuova disciplina adottata per i beni acquisiti attraverso operazioni di locazione finanziaria), l'impostazione ereditata dalla realtà americana prescinde fortemente da questa idea, considerando il capitale, o patrimonio, come *insieme di risorse gestite* dall'impresa per la realizzazione dei suoi fini.

Se finora abbiamo visto come siano destinati a mutare significativamente la definizione di alcuni tra i concetti più importanti che ruotano attorno alla redazione del bilancio (i concetti di reddito, di capitale e il concetto di tutela dei terzi portatori di interessi), passiamo ora invece ad esaminare i cambiamenti che interesseranno il contenuto e la struttura del bilancio.

In base a quanto disposto dal *Framework* e dallo IAS numero 1 (punto 2.3. "Documenti componenti il bilancio"), il bilancio si compone di 5 documenti:

- \* lo stato patrimoniale;
- \* il conto economico;
- \* un prospetto che esponga:
  - i movimenti del patrimonio netto;
  - i movimenti del patrimonio netto diversi da quelli derivanti dalle operazioni con gli azionisti e dalle distribuzioni agli azionisti
- \* il rendiconto finanziario;
- \* i principi contabili e le note esplicative.

Le novità, com'è di tutta evidenza, riguardano l'obbligatorietà del Rendiconto Finanziario e del prospetto recante le variazioni nelle poste di Patrimonio Netto. E' da precisare che il rendiconto finanziario non è certo sconosciuto alle imprese di matrice continentale ed italiana, così come l'indicazione delle variazioni delle voci di Patrimonio Netto. A cambiare significativamente è invece la normativa che disciplina questi aspetti. Il Rendiconto Finanziario, non espressamente previsto dal Codice Civile, è introdotto dal principio contabile italiano numero 12. Tuttavia è considerata accettabile la mancata presentazione di tale documento per tutte le imprese meno dotate amministrativamente a causa delle ridotte dimensioni. L'evidenza del-

<sup>2</sup> International Accounting Standards Committee. Erede di tale organo è lo IASB (International Accounting Standards Board), operativo dal 2001 con lo scopo di sviluppare un apparato di principi contabili internazionali di elevata qualità atti a garantire il rispetto dei principi di trasparenza e comparabilità nella stesura dei bilanci.

<sup>3</sup> Francesco Galgano, *Diritto civile e commerciale*, volume III tomo II pag. 273 ss., edizioni Cedam, II edizione.



le variazioni intervenute nell'esercizio per le poste di Patrimonio Netto, invece, è tradizionalmente considerata come implicita alle richieste dell'art. 2427 c.c. punto 4 (indicazione in Nota Integrativa delle variazioni intervenute nella consistenza delle voci dell'Attivo e del Passivo non richiamate dai punti 1-3 dello stesso articolo). Ecco quindi che tali movimentazioni vengono ad essere indicate in Nota Integrativa. L'esame di ciò che cambia attorno alla redazione del Rendiconto Finanziario richiede tuttavia che vi si spenda ancora qualche parola. Esso, come abbiamo detto, è disciplinato dai principi contabili come documento integrante obbligatoriamente il bilancio, in accordo ad un'impostazione maggioritaria a livello internazionale, secondo la quale esso rappresenta un documento atto a fornire informazioni complementari ed autonome rispetto agli altri documenti componenti il bilancio (si nota ancora una volta l'assoluta importanza del bilancio quale strumento atto a supportare le decisioni degli attori economici). Cresce, pertanto, l'importanza data ad una prospettiva che possiamo definire *dinamica* piuttosto che statica del bilancio. Tendenza confermata peraltro dall'esame delle diverse richieste circa la comparabilità dei dati di bilancio. Secondo i principi internazionali (IAS numero 1, punto 3.9. "Dati comparativi"), per ogni valore di bilancio o nota devono essere riportati dati comparativi di 2 esercizi, mentre l'attuale normativa si limita a formulare tale prescrizione per i valori di Stato Patrimoniale e Conto Economico.

Per finire l'analisi dei documenti componenti il bilancio, analizziamo quello che viene ad essere un documento non più obbligatorio, per quanto vivamente consigliato dallo IAS 1. Si tratta della "Relazione sulla Gestione" predisposta dagli amministratori a corredo del bilancio. Attualmente essa, a norma del 2428 c.c., deve "descrivere la situazione della società e l'andamento della gestione con riguardo in particolare a costi, ricavi, investimenti [...]". La relazione, così come disciplinata dall'ordinamento giuridico italiano, ha un contenuto obbligatorio, dovendo contenere informazioni (attività di ricerca e sviluppo, rapporti con imprese controllanti, controllate e collegate, numero delle azioni, ecc.) per espressa richiesta normativa.

La Relazione sulla Gestione normata dai principi internazionali ha invece contenuto "libero" (sebbene sia tracciato un indirizzo di riferimento) e carattere molto più *gestionale*, ancora una volta in accordo all'esigenza di fare del bilancio uno strumento *a supporto delle decisioni*. Il suo contenuto appare disancorato dagli aspetti tecnici del bilancio e attiene invece alla descrizione dei principali elementi dei risultati e dell'attività aziendale (politiche a sostegno degli investimenti, fonti di finanziamento, cambiamenti intervenuti e previsti nell'ambiente di riferimento, punti di forza dell'impresa, principali incertezze per il futuro).

#### 4. L'INTRODUZIONE DEL PRINCIPIO DEL *FAIR VALUE*

Passiamo a questo punto alla disamina di quelle che sono le differenze più marcate circa la valutazione e la contabilizzazione di alcune voci di bilancio. Prima tra tutte trova posto nella nostra analisi la differente disciplina dell'iscrizione al *fair value* di alcune poste di bilancio in luogo della tradizionale valutazione al *costo storico*. Indubbiamente, il passaggio da un sistema di norme che si affida ad un criterio di valutazione basato sul *costo storico* ad un impianto normativo che utilizza il concetto di *fair value* per la valutazione di alcune delle principali voci di Stato Patrimoniale, è uno dei nodi cruciali del passaggio ai principi contabili internazionali. E' da vedere innanzitutto cosa debba intendersi precisamente quando si ricorre all'espressione *fair value*, più volte tradotta con i concetti di "valore normale", "valore corrente" e "valore di mercato". Si può premettere che nessuna di tale traduzioni può essere considerata corretta. Nel caso, infatti, delle espressioni "valore corrente" e "valore di mercato", non si riscontra nessuna incidenza di fattori, caratteristiche e circostanze soggettive proprie dei contraenti. Il concetto di "valore normale", invece, non può essere accettato in quanto esso non tiene conto della realtà economica e delle condizioni di mercato in cui è inserito il bene. Alla luce di tali argomentazioni possiamo perciò ritenere che tutti e tre i concetti esaminati rappresentino solamente particolari aspetti del concetto di *fair value*, e che sia preferibile riferirsi in ogni caso alla formulazione inglese, scelta che si sposa tra l'altro con quella operata dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti nella stesura dei principi italiani (si noti invece come le norme tradotte in francese ricorrono all'idea di

*juste valeur*). Tornando alla definizione di *fair value*, lo IASC lo individua come "il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli ed indipendenti".

Una volta fatta chiarezza sulla terminologia impiegata, si tratta di analizzare quale sia l'impatto sul bilancio legato all'introduzione del criterio in oggetto. Attualmente, come visto, il Codice Civile ed i principi nazionali prevedono il *costo storico* quale criterio di valutazione delle poste di bilancio. Tale disposizione è disattesa limitatamente a due sole ipotesi tassativamente previste: la valutazione di partecipazioni immobilizzate in imprese controllate o collegate (per la valutazione delle quali è indicato come criterio preferibile quello del *patrimonio netto*) e la stima dei lavori in corso su ordinazione (che viene determinata sulla base dei *corrispettivi maturati* con ragionevole certezza alla data del bilancio).

Le ragioni di un approccio completamente diverso a quello appena visto si rinvengono facilmente tenendo a mente la diversa funzione del bilancio che, come si è detto e ripetuto, viene ad essere un documento da interpretare in chiave evolutiva e dinamica, strettamente legata alla performance ottenibile in futuro e alle relative decisioni degli investitori. Ciò premesso, esaminiamo come il *fair value* sia disciplinato secondo gli IAS. Esso, come vedremo subito, è proposto come criterio contabile *alternativo* (a quello del costo) per la valutazione di alcune poste, mentre è addirittura imposto come unico criterio consentito in altri casi. Le regole essenziali in tal senso sono quelle di seguito riportate, con riferimento a diverse voci di bilancio:

a) **IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI, IAS 16:** l'iscrizione al *fair value* è indicata come criterio alternativo consentito di valutazione rispetto al criterio di iscrizione al costo (si fa riferimento alle espressioni inglesi *allowed treatment* e *benchmark treatment*). Se l'impresa opta in favore di tale criterio, dovrà operare una rivalutazione sistematica dei vari elementi facenti parte di una categoria omogenea di cespiti (terreni, fabbricati, attrezzature, ecc.). Il valore di bilancio sarà determinato partendo da tale valore rivalutato, al netto degli ammortamenti accumulati e delle svalutazioni per perdite durevoli di valore. L'impresa dovrà necessariamente rivalutare *tutti* gli elementi di una medesima classe (tutti i terreni, tutti i fabbricati, tutte le attrezzature). Il saldo attivo determinato dall'operazione di rivalutazione dovrà essere accreditato in una riserva di Patrimonio Netto (fatto salvo il caso di rivalutazione che rettifichi una precedente svalutazione imputata a Conto Economico). Nel momento della vendita, della dismissione o di ogni altro trasferimento del bene al di fuori dell'impresa, il saldo di rivalutazione sarà iscritto alla riserva "utili non distribuiti", senza transitare in nessun modo per il conto economico. La possibilità di variazioni nelle poste del Patrimonio Netto in conseguenza di rivalutazioni di voci dell'attivo è un'altra delle novità rilevanti della nuova disciplina di bilancio: il legislatore italiano esclude infatti tale ipotesi. La rivalutazione è consentita solo in applicazione di leggi speciali, ed in ogni caso la riserva di rivalutazione è del tutto slegata dalle vicende dei cespiti cui si riferisce.

b) **IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI, IAS 38:** anche in questo caso l'iscrizione in base ad una valutazione riferita al *fair value* rappresenta l'*allowed treatment*. Tuttavia (ciò si inserisce nel contesto di una disciplina molto esigente e restrittiva per ciò che concerne le immobilizzazioni immateriali) l'adozione di questo criterio presuppone che il *fair value* possa essere determinato con riferimento ad un mercato attivo (l'unica ipotesi frequentemente riscontrabile a parere di chi scrive si rivela essere in questo caso quella di *software standardizzati*). Le regole sulla rivalutazione sistematica di classi omogenee di beni e sull'uso della riserva di rivalutazione sono per il resto analoghe a quelle dettate per le immobilizzazioni materiali, alle quali si rimanda.

c) **IMMOBILI MANTENUTI A SCOPO DI INVESTIMENTO, IAS 40:** lo IAS 40 disciplina quindi in maniera distinta gli immobili detenuti a titolo di investimento rispetto a quelli utilizzati per l'attività aziendale (disciplinati dallo IAS 16); nel caso si opti per l'utilizzo del *fair value*, le differenze di valore sono da imputarsi in questo caso a Conto Economico. Anche in questo caso l'impresa può optare per l'iscrizione a costo o a *fair value*.

d) **PRODOTTI DELL'ALLEVAMENTO E DELLE ATTIVITA' AGRICOLE**, IAS 41: è questa una delle 2 ipotesi (cui facciamo solo un cenno per lasciare più spazio a quella seguente) di prescrizione del *fair value* come *unico criterio consentito* di valutazione. Tali prodotti vanno perciò valutati al *fair value*, al netto dei costi da sostenere prima della vendita<sup>4</sup>. Le differenze di valore, anche in questo caso, sono imputate a Conto Economico.

e) **STRUMENTI FINANZIARI**, IAS 39: il *fair value* appare anche in tale ipotesi come *unico criterio consentito* di valutazione, perlomeno per alcune categorie di tali strumenti.

Devono infatti essere necessariamente valutati al *fair value*:

- gli strumenti derivati (nelle ipotesi in cui essi possano essere designati come strumenti di copertura è previsto un criterio contabile alternativo, il c.d. *hedge accounting*, al fine di correlare le variazioni di *fair value* nello strumento di copertura *-hedging instrument-* con le fluttuazioni di un elemento coperto (*hedged item*);
- le attività e passività finanziarie detenute per attività di *trading*;
- le attività *available for sale*;
- le azioni in controllate e collegate destinate alla rivendita entro 12 mesi<sup>5</sup>.

f) **BUSINESS COMBINATION**<sup>6</sup>, IAS 22: attualmente lo IAS 22 individua il *fair value* come criterio preferito per la rilevazione delle operazioni di *business combination* limitatamente alle quote di competenza del gruppo (mentre le quote di competenza di soci terzi continuano ad essere iscritte al costo storico). La complessità del progetto *business combination* (il 5 dicembre lo IASB ha pubblicato la bozza del nuovo documento che le disciplinerà) non ci consente tuttavia una analisi attenta di tali aspetti, che vengono perciò solo menzionati.

L'applicazione delle disposizioni sopra descritte ha evidenti ripercussioni sull'approccio che deve essere utilizzato. Crescono, da questo punto di vista, le responsabilità del management. Innanzitutto, come si può intuire, l'impresa dovrà dotarsi di sistemi informativi in grado di identificare il *fair value* delle poste di bilancio iscritte col nuovo criterio (prendendo ad esempio le immobilizzazioni materiali, potrà rendersi manifesta l'esigenza di ricorrere a frequenti perizie di professionisti esterni). In secondo luogo, chi predispose il bilancio dovrà avere in considerazione le possibili significative fluttuazioni della performance dell'impresa legate alle variazioni dei valori rivalutati. Inoltre, occorrerà ponderare la scelta tra costo storico e costo rivalutato anche alla luce del possibile impatto sui tradizionali e più importanti indicatori della performance dell'impresa. Si pensi ad esempio all'effetto che si può avere su un indicatore quale il ROA (*Return on Assets*) utilizzando il criterio del costo rivalutato. Peraltro, sarà possibile determinare dei valori di alcune attività altrimenti inespressi.

## 5. LA NUOVA VALUTAZIONE DEL TRATTAMENTO DI FINE RAPPORTO

L'*International Accounting Standard* numero 19, atto a regolare la rendicontazione contabile di tutti i programmi introdotti dalle società a favore dei dipendenti che garantiscano loro l'erogazione di prestazioni di varia natura al momento della cessazione del rapporto di lavoro (o in un momento successivo), è destinato con la sua applicazione ad incidere in maniera significativa sulla preparazione dei bilanci delle imprese europee. La questione ha assunto un significato ancor più pregnante dopo la pronuncia dell'IFRIC<sup>7</sup> risalente al mese di aprile 2002, che ha stravolto quella che era sino ad allora la linea di pensiero dominante con riferimento alla disciplina contabile del T.F.R. Prima di

tale chiarimento, infatti, la professione italiana riteneva che il TFR potesse continuare ad essere determinato in ossequio ai principi italiani, secondo quanto affermato dalla SEC<sup>8</sup> e dal FASB<sup>9</sup>. Nelle riunioni del 23 e 24 aprile 2002, al contrario, l'IFRIC si è espressa affermando che l'emanazione di un documento che disciplinasse espressamente la valutazione del Trattamento di Fine Rapporto non si rendeva necessario per il semplice fatto che il TFR è niente di più e niente di meno che un programma a benefici definiti (*Defined benefit plan*), regolato dallo IAS numero 19. In base a tale nuova impostazione, la contabilizzazione del TFR viene ad essere significativamente diversa da quella regolamentata dal PCDC 19. Cosa si debba innanzitutto intendere per *Programma a benefici definiti* è chiarito esplicitamente dallo stesso IAS 19, che ne individua le caratteristiche (differenziandolo dal Programma a Contribuzione definita):

- l'obbligazione consiste nel corrispondere i compensi concordati ai dipendenti;
- l'impresa si assume il rischio attuariale ed il rischio di investimento<sup>10</sup>.

Definito il concetto di *Defined Benefit Plan*, analizziamo la disciplina dettata dallo IASB in merito alla valutazione del TFR osservando le fasi principali attraverso le quali essa si estrinseca:

- 1) occorre proiettare, sulla base di una serie di ipotesi finanziarie (ad esempio l'aumento del costo della vita), i possibili TFR che potrebbero essere erogati a favore di ciascun dipendente nel caso di pensionamento, dimissioni anticipate, decesso, ecc. (includendo a tal fine i futuri accantonamenti e le future rivalutazioni);
- 2) si calcola, avuto conto del tasso di interesse utilizzato, della probabilità di manifestazione di ciascuna ipotesi prima considerata (quindi anche della probabilità che ogni TFR ipotizzato ha di essere effettivamente erogato), il valore attuale medio dei futuri TFR;
- 3) si determina la passività per l'azienda determinando la quota del valore attuale medio e di futuri TFR riferibile al servizio già maturato dal dipendente;
- 4) si individua, in base al risultato al punto 3 e alla riserva accantonata ai fini civilistici italiani, la riserva ritenuta valida ai fini IAS.

Ci si rende conto che ci troviamo di fronte ad una vera e propria rivoluzione rispetto alla normativa italiana: il TFR iscritto, infatti, verrà a dipendere da ipotesi attuariali su alcuni elementi futuri (futuri incrementi dei salari, tasso di dimissioni atteso, tasso di interesse impiegato, inflazione attesa). La conseguenza è quella di avere una passività di bilancio che non dipenderà più, come ora, dal semplice costo del personale, e che sarà invece soggetta a variabili molto diverse tra loro. L'implicazione pratica è anche quella di dover essere supportati da un attuario in grado di effettuare i conteggi richiesti, palesemente caratterizzati da un grado di complessità molto elevata rispetto a quella attuale.

## 6. LE NUOVE REGOLE SULLA CAPITALIZZAZIONE DI ONERI PLURIENNALI. CONSIDERAZIONI SULLA PROPOSTA DI RIFORMA INERENTE LA DISCIPLINA DELL'AVVIAMENTO

Con riferimento alle immobilizzazioni immateriali, particolare attenzione merita l'analisi delle regole sulla capitalizzazione di oneri pluriennali. Possiamo dire che la capitalizzazione di spese riferite a più esercizi incontra restrizioni molto più forti secondo quanto sancito dallo IAS 32 (che ne detta le regole) rispetto a quanto avviene in base alla disciplina italiana. Oltre a questo, la normativa internazionale appare più esigente per ciò che concerne l'individuazione degli oneri. Per capire meglio tale ragionamento, a questo punto, occorre fare un pas-

<sup>4</sup> Sempreché il *fair value* possa essere determinato in maniera attendibile.

<sup>5</sup> Anche in questo caso – vedi nota 3 – si deroga a tale regola nell'ipotesi in cui il *fair value* sia di difficile o inattendibile determinazione.

<sup>6</sup> Espressione inglese per indicare le operazioni di aggregazione aziendale in seguito ad acquisizioni, partecipazioni, fusioni.

<sup>7</sup> *International Financial Reporting Interpretations Committee*, comitato interpretativo dei principi contabili internazionali.

<sup>8</sup> U.S. *Security Exchange Commission*, organo di controllo del risparmio statunitense.

<sup>9</sup> Cioè il *Financial Accounting Standard Board*, l'equivalente comitato che interpreta l'applicazione dei principi statunitensi.

<sup>10</sup> Per rischio attuariale si intende il rischio che i compensi siano inferiori a quelli attesi, mentre per rischio d'investimento si intende il rischio che le attività investite non siano sufficienti a coprire i benefici attesi.

so indietro, a livello più generale, esaminando le regole generali sui requisiti per l'iscrizione a bilancio di un'attività immateriale. Lo IAS numero 38, a tal riguardo, esige che l'attività che si vuole iscrivere a bilancio presenti 3 caratteristiche:

- \* deve trattarsi di una risorsa controllata dall'impresa in virtù di eventi passati;
- \* da tale risorsa, per l'impresa devono scaturire con probabilità futuri benefici economici;
- \* il costo può essere determinato in maniera attendibile.

Se un'attività soddisfa tali prerogative, essa deve necessariamente essere indicata nello Stato Patrimoniale. Se non le soddisfa, i costi relativi dovranno transitare esclusivamente per il Conto Economico. Si vede con chiarezza la marcata differente disciplina rispetto a quella prevista dalla normativa nazionale. I costi pluriennali, infatti, perdono le caratteristiche di indeterminazione che si notano invece nelle disposizioni del PC24. Inoltre, laddove secondo i principi italiani l'obbligatorietà di iscrizione riguarda solo i beni immateriali sottoposti a tutela giuridica e l'avviamento acquisito a titolo oneroso, rimanendo facoltativa per gli altri oneri pluriennali, secondo lo IAS in oggetto, come visto, le prescrizioni sono tassative: dentro o fuori, in un certo senso. Lo IAS fornisce anche a titolo esemplificativo una casistica di costi che non soddisfano i criteri esaminati e che perciò devono essere imputati a Conto Economico. Nella tabella che riportiamo di seguito, esamineremo solo le principali tipologie di costi, sufficienti però a capire le differenze tra le due normative (per altre tipologie di costi, quali i costi di addestramento del personale, di aumento del capitale, di avviamento di impianti di produzione, per migliorie e spese incrementative su beni di terzi, per siti Internet, si rimanda alla lettura dello IAS numero 38):

immobilizzazioni immateriali acquisite attraverso operazioni di *business combinations*, invece, sono previsti nuove criteri per l'iscrivibilità: le immobilizzazioni immateriali saranno iscrivibili se legate a caratteristiche di separabilità (cioè se sarà possibile considerarle operazioni autonome dall'attività) e se originate da contratti o altri diritti legali. Inoltre saranno divise in attività a vita utile definita ed indefinita. Solo le prime saranno ammortizzate, mentre le seconde subiranno la stessa disciplina prevista per il *goodwill*.

## 7. IL PRINCIPIO DI PRUDENZA: TRATTAMENTO DEI FONDI PER RISCHI E ONERI

Un approccio che dà preminente importanza alla necessità di presentare bilanci il più possibile in grado di soddisfare le richieste del mercato non può che comportare, come visto, lo slittamento verso il basso dell'importanza attribuita al concetto di prudenza. La trattazione delle questioni affrontate in premessa, cioè il momento di iscrivibilità degli utili, la determinazione dei ricavi, e naturalmente la diversa disciplina delle rivalutazioni vista trattando il tema del *fair value*, non verranno qui riprese. Ciò che ci interessa in questo paragrafo è l'esame di come cambi la disciplina dei fondi per rischi ed oneri, e di come ciò sia riconducibile alla diversa rilevanza assunta dal principio di prudenza. Ci sarà d'aiuto un esempio pratico, rappresentato dal fondo per oneri futuri connessi a costi di ristrutturazione del personale. In ossequio alle esigenze di prudenza, i principi italiani dispongono la necessità di accantonare tutti i costi calcolati in base ad un piano approvato dal Consiglio di Amministrazione della società. La normativa dettata dallo IASB richiede, invece, che tale piano sia annunciato alla comunità finanziaria: viene cioè tenuto in maggior considerazione

Tipologia di costi	IAS 38, SIC <sup>11</sup> 6, SIC 17, SIC 32	Normativa Italiana
Costi di <i>start up</i>	a Conto Economico	capitalizzabili se rispettano determinate caratteristiche: costi direttamente attribuibili, antecedenti l'avvio dell'attività, rispetto della prassi e della recuperabilità.
Costi di ricerca	a Conto Economico	la normativa italiana permette la capitalizzazione dei costi di ricerca applicata <sup>12</sup> e sviluppo se vi è chiara definizione del progetto e misurabilità dei costi relativi, realizzabilità dello stesso, recuperabilità dei costi tramite i ricavi generabili.
Costi di sviluppo	capitalizzabili ma a condizioni comunque molto restrittive (capacità di completare l'attività per renderla disponibile per l'uso o la vendita; intenzione di completamento; capacità di usarla o venderla; possibilità di generazione di benefici economici attraverso la vendita o utilità nel caso di uso interno)	
Costi di pubblicità	a Conto Economico	capitalizzabili se legati all'avvio di una nuova iniziativa e destinati ad avere benefici attesi ripartiti su più esercizi.

Rimanendo in tema di Immobilizzazioni Immateriali, non possiamo non dedicare un cenno alle novità in tema di avviamento (*goodwill*) e di attività immateriali previste dall'ED3, la bozza del nuovo documento sulle *business combinations*. Tali modifiche prevedono il non ammortamento del *goodwill*: sarà necessaria una verifica annuale (presumibilmente, ma è possibile una richiesta di verifica infrannuale) di *impairment*<sup>13</sup>. Si avrà, pertanto un valore, o plusvalore, determinato in fase di acquisto che verrà ad essere *crystallizzato*: l'informativa ne risulterà migliorata, ma indubbiamente presupporrà una struttura di reportistica molto più complessa. Per ciò che riguarda le altre

il pericolo che il C.d.A. approvi (comportandone le conseguenti iscrizioni a bilancio) un piano di ristrutturazione non attuabile (come ciò investa anche la necessità di ostacolare alcune politiche di bilancio che poggiano su iscrizioni di passività legate a piani che non si concretizzano mai appare del tutto evidente) rispetto all'eventualità che non si rilevi una passività che invece verrà in essere se il piano sarà attuato. Di qui l'ulteriore richiesta della comunicazione alla comunità finanziaria, disincentivo alle manovre di bilancio. Ciò comporterà tra l'altro, e non è questione di poco conto, un ruolo non marginale per soggetti esterni quali ad esempio i sindacati dei dipendenti.

<sup>11</sup> *Standing Interpretations Committee*. E' l'organo deputato ad emanare documenti interpretativi dei principi contabili.

<sup>12</sup> Diversa dalla *ricerca di base* in quanto riferibile ad un prodotto o ad un processo specifico.

<sup>13</sup> L'*Impairment Test* è l'espressione per indicare due tipi di indicatori: il Test Annuale di Valore degli Intangibili ed il Test Annuale di Valore delle Partecipazioni. Esso verifica, nella sua prima applicazione, la sussistenza delle condizioni economiche che hanno giustificato l'acquisto dell'oggetto di misurazione. Negli anni successivi si pone come un periodico aggiornamento delle verifiche compiute negli anni precedenti.

## 8. LA PREVALENZA DELLA SOSTANZA SULLA FORMA. LA DISCIPLINA DELLE LOCAZIONI FINANZIARIE

Uno degli aspetti previsti nel Framework in relazione all'attendibilità del bilancio (uno dei requisiti del bilancio prescritti appunto dal Framework, assieme alla *comprendibilità*, alla *significatività*, alla *comparabilità*, alla *true and fair view*) attiene la prevalenza della *sostanza sulla forma* (*substance over form*). Si tratta di un concetto previsto anche dagli ordinamenti giuridici di molti paesi, tra i quali l'Italia. La differenza si rinviene, come vedremo, nella rilevanza del precetto e nella applicazione, mai disattesa, dello stesso. Secondo quanto previsto dal Framework, infatti, il principio trova applicazione ogni qualvolta gli effetti economici di un evento o di un'operazione differiscano dalla loro forma legale e dalla loro disciplina giuridica. Si nota immediatamente come il postulato del Framework (ripreso poi dallo IAS numero 1 par. 20) differisca da quello dell'art. 2426 del Codice Civile e del PCDC 11, in base ai quali in alcune circostanze specifiche la contabilizzazione è operata con riguardo alla forma dell'operazione e non alla sua sostanza economica. In tali casi è demandata alla nota integrativa la funzione di spiegare quali sarebbero stati gli effetti ottenuti privilegiando la sostanza dell'evento anziché la forma. Nell'ordinamento giuridico italiano sono tra l'altro previste delle esplicite limitazioni alla prevalenza della sostanza economica: la contabilizzazione di alcune operazioni avviene per espressa richiesta normativa privilegiando la forma (*leasing*); alcune operazioni sono contabilizzate secondo aspetti formali (*vendita e lease back*). Il dettato dello IAS non fa invece eccezioni di alcun tipo all'applicazione del principio in oggetto.

Il caso classico di applicazione del principio, al quale riserviamo una trattazione articolata, concerne la disciplina delle acquisizioni operate attraverso lo strumento del *leasing finanziario*<sup>14</sup>. Si tratta di un'operazione emblematica per la comprensione del principio *substance over form* e per la *ratio* che sta alla base dello stesso. Abbiamo detto infatti di come le attività siano viste come set di risorse gestite dall'impresa col fine di produrre benefici economici futuri, e le passività come obbligazioni destinate a far fuoriuscire benefici economici dall'impresa. E' chiaro, alla luce di questa considerazione, che abbracciare il criterio della forma giuridica (il bene in *leasing* non è formalmente di proprietà dell'impresa che ne dispone) si rivelerebbe del tutto privo di significato. La disciplina contabile prevista dallo IAS C tiene infatti conto di tali considerazioni e detta un specifico trattamento in capo al locatario del bene. Alla stipula del contratto, in ossequio al principio di prevalenza della forma, l'utilizzatore iscrive il bene acquisito in *leasing* tra le immobilizzazioni (con contropartita in avere per il debito relativo), per un valore pari al *fair value* alla stipula del contratto, o al valore attuale dei pagamenti minimi previsti dal contratto stesso. La prassi italiana, com'è noto, disciplina in tutt'altro modo le operazioni di *leasing*: il locatario non iscrive il valore nell'attivo (prevalenza della forma giuridica dell'operazione), ma tiene invece memoria nei Conti d'Ordine dell'impegno verso il locatore per i canoni dovuti. I canoni di competenza vengono iscritti a Conto Economico ed eventualmente si procede, in fase di scritture di assestamento, alla determinazione di ratei e risconti. Secondo quanto previsto dallo IAS 17, invece, i pagamenti periodici del locatario sono ripartiti tra la riduzione del debito e il costo finanziario dell'operazione.

## 9. PROBLEMATICHE APERTE, QUESTIONI IRRISOLTE, PERPLESSITA' E CRITICHE ALLA RIFORMA

E' appena il caso di accennare, innanzitutto, alla questione in assoluto più controversa tra quelle legate all'avvento degli *International Accounting Standard*. La trattazione di tali aspetti meriterebbe infatti un'analisi ben più approfondita ed articolata di quella che possiamo intraprendere in questa sede. Inoltre, essa assume importanza soprattutto in relazione all'attività di banche e compagnie di assicurazione,

di cui non ci siamo occupati, avendo sempre fatto riferimento ai bilanci delle aziende commerciali ed industriali. La questione attiene l'applicazione degli IAS 32 e 39, riguardanti la valutazione al *fair value* dei derivati finanziari delle banche e delle assicurazioni. Diremo solo che il tavolo di discussione prevede che siano vagliate attentamente le norme inerenti la valutazione di alcuni strumenti finanziari e specifiche transazioni (non è messa in dubbio cioè l'intera filosofia del *fair value*). Ciò premesso, tuttavia, occorre portare l'attenzione sulla complessità della materia e sulla portata delle critiche sollevate proprio dagli istituti di credito e dalle compagnie assicurative, preoccupate di fronte alla prospettiva di una valutazione a *fair value* (con la conseguenza di avere risultati esposti a notevole volatilità, visto che i bilanci di tali tipi di imprese poggiano essenzialmente, all'attivo ed al passivo, proprio su strumenti di tipo finanziario, quindi valutabili perlopiù secondo il criterio del *fair value*) dei propri assets e delle proprie passività, pratica ricorrente nell'esperienza statunitense e giapponese ma del tutto sconosciuta alla realtà europea. La questione ha richiesto anche l'intervento del presidente francese Jacques Chirac, che in una lettera del 4 luglio indirizzata a Romano Prodi, ha lanciato l'allarme sulle conseguenze che una sproporzionata contabilizzazione al *fair value* può creare agli esercizi di banche e assicurazioni. Sembra perciò che dal debutto fissato per il 1 gennaio 2005 restino esclusi proprio i 2 standard esaminati, per i quali sarà necessario un riesame. Tornando invece alle questioni più vicine all'argomento trattato da questo lavoro, possiamo così schematizzare i punti critici del passaggio agli IAS e le principali critiche sollevate:

\* *I modi della riforma: la fiducia cieca nei confronti di una prassi contabile nata da un'esperienza completamente diversa dalla nostra*<sup>15</sup>: il tessuto imprenditoriale europeo (in particolar modo quello italiano) è radicalmente diverso da quello statunitense, la patrimonializzazione delle imprese americane è un obiettivo che prevarica spesso il criterio di prudenza, considerata sinora una caratteristica qualitativa che distingueva in positivo la disciplina continentale;

\* *I tempi della riforma*<sup>16</sup>: vengono adottati degli standard nati prima della crisi dell'economia americana, del caso Enron, del crollo del dollaro. E' impensabile non tenerne conto;

\* *I costi della riforma*: abbiamo già visto durante la nostra analisi come nascano esigenze molto complesse in seno alle imprese con riguardo ai sistemi informativi e di reportistica di cui esse dovranno dotarsi;

\* *Problemi normativi*: emerge la necessità di adattare le realtà giuridiche dei vari paesi alle norme internazionali. Si pensi a due casi in particolare: il primo attiene l'ipotesi di una società che decida di uscire dai mercati borsistici. E' pensabile forse che essa passi di nuovo da un bilancio redatto in accordo agli IAS ad uno predisposto secondo le vecchie regole? Il secondo fa riferimento invece alle imprese controllate di una quotata: esse sono chiamate giocoforza a predisporre un bilancio interno che rispetti i principi internazionali (dimodoché la controllante possa redigere il bilancio consolidato). Inoltre, esse devono redigere un bilancio d'esercizio secondo i principi interni. Questo pone in essere con ogni probabilità strutture di costo spesso non sostenibili. In generale possiamo dire che i vari paesi dovranno rimuovere i conflitti esistenti tra le Direttive Contabili IV e VII (più quella settoriale per le assicurazioni) e gli IAS, assicurando che le discipline contabili siano coordinate ed armonizzate e che i trattamenti contabili previsti dalle nuove norme siano accessibili anche per le imprese che non sono tenute ad uniformarsi (pena la discriminazione di queste in merito all'accesso al credito e alla possibilità di quotazione presso i mercati regolamentati). Ciò dovrà avvenire in primo luogo aggiornando la struttura delle Direttive (rimaste immutate per un ventennio): è in effetti in questa direzione che si è mossa la proposta di ammodernamento avanzata dalla Commissione Europea il 28 maggio 2002.

<sup>14</sup> Il *leasing finanziario* è specificatamente disciplinato in contrapposizione al *leasing operativo*. Nel primo si considera preminente la causa finanziaria a prescindere dalla forma del contratto. Si considerano elementi caratterizzanti di tali tipologie di operazioni il passaggio di proprietà al termine del contratto, l'esistenza di un'opzione d'acquisto alla fine che sia di probabile utilizzo, la durata economica del contratto pari alla maggior parte della vita economica del bene. Parlando di *leasing operativo* si fa riferimento ad operazioni che non rispettano tali prerogative. Per maggiori dettagli si rimanda allo IAS 17.

<sup>15</sup> Cfr Michele Vietti, *Il sole* 24 ore, 25/07/2003, pagg. 1 e 25.

<sup>16</sup> vedi nota precedente.

# I patrimoni destinati ad uno specifico affare

Martino Zamboni / Praticante Ordine di Verona

Il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che riforma organicamente la disciplina delle società di capitali e delle cooperative<sup>1</sup>, ha introdotto nell'ordinamento della società per azioni un nuovo istituto: i **patrimoni destinati ad uno specifico affare**.

Ai sensi dell'art. 2447 bis, comma 1, lettera a), la società per azioni può ora separare all'interno del proprio patrimonio "... uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare", per un valore complessivamente non superiore al 10% del patrimonio netto contabile della società.

Ne consegue che una parte del patrimonio sociale (beni e rapporti giuridici) per effetto della sua destinazione diviene garanzia patrimoniale per i soli creditori delle obbligazioni sorte per realizzare lo specifico affare e cessa di costituire garanzia per i creditori sociali generali che non possono vantare al riguardo diritto alcuno, salvo che per la quota di utili derivanti dalla sua gestione spettanti alla società<sup>2</sup>.

Mediante l'istituto del *patrimonio destinato* la società per azioni può quindi derogare, entro limiti tassativamente definiti, sia al principio generale dell'universalità della responsabilità patrimoniale<sup>3</sup> che a quello della *par condicio creditorum*<sup>4 5</sup>.

La possibilità per la società per azioni di costituire *patrimoni destinati*, i cui beni e diritti sono caratterizzati dal duplice vincolo di dover essere utilizzati unicamente per il raggiungimento di uno scopo predeterminato e di costituire garanzia a favore dei soli creditori particolari, permette di conseguire alcuni degli obiettivi della legge delega: valorizza infatti l'autonomia privata ed aumenta, assieme ad altri nuovi strumenti quali i finanziamenti destinati, le azioni correlate, le azioni riscattabili e quelle senza valore nominale, le possibili forme di finanziamento a disposizione delle società.

Risponde inoltre al desiderio della classe imprenditoriale di estendere la responsabilità limitata fino al punto di contenerla per ogni affare intrapreso nei confini dello specifico patrimonio ad esso destinato<sup>6</sup>.

## La nozione di *specifico affare*

L'*affare* è l'elemento caratterizzante dell'intero istituto. Rappresenta l'obiettivo che la società intende perseguire con la costituzione di un patrimonio destinato. Ciò può in genere accadere a motivo o degli elevati rischi che esso presenta, è il caso ad esempio della commercializzazione di nuovi prodotti e dell'ingresso in nuovi mercati, che si intendono sostenere solo nei limiti delle risorse ad esso destinate, o dei costi elevati, oneri cui la società può fare fronte solo

col ricorso a terzi finanziatori ai quali offrire garanzie adeguate.

Il termine *affare*, diffuso più nella pratica del commercio che nella terminologia giuridica e di rado utilizzato nel codice civile<sup>7</sup>, assurge a paradigma dell'intera attività e disciplina del patrimonio destinato<sup>8</sup>.

La disciplina dell'istituto è infatti completamente modulata sulla destinazione di un patrimonio ad un *affare*: il patrimonio separato costituisce lo strumento con il quale l'affare viene perseguito ed è proprio tale vincolo di destinazione a giustificare la separazione di alcuni beni e rapporti giuridici dal patrimonio generale della società.

Il legislatore ha inoltre statuito che l'*affare* deve necessariamente caratterizzarsi per la sua peculiarità e specificità. In sede di sua definizione nella delibera costitutiva deve essere individuato con chiarezza, completezza ed univocità. Non è pertanto sufficiente la generica indicazione della tipologia di attività che si andranno a svolgere, come invece solitamente avviene negli statuti delineando l'oggetto sociale, bensì devono essere individuate le specifiche caratteristiche dell'iniziativa che si intende porre in essere. L'insufficienza o la non univocità delle indicazioni che consentono di identificare lo *specifico affare* può infatti successivamente determinare l'inesistenza o inefficacia dell'atto di destinazione del patrimonio, con il conseguente venir meno della limitazione della responsabilità.

Con riferimento al rapporto con l'oggetto sociale della società, lo *specifico affare* deve essere compreso entro i suoi limiti<sup>9</sup> e non può coincidere con esso né rappresentare l'unica attività compiuta dalla società. Non può inoltre consistere nell'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base a leggi speciali.

Non si ritiene condivisibile la tesi secondo la quale l'*affare* può avere per oggetto la gestione di un ramo d'azienda. Attraverso la sua gestione continuativa si verrebbe fatto alla creazione di una *sub-società* con la conseguente perdita del requisito di specificità.

Lo *specifico affare*, infine, può anche non possedere caratteristica di novità e consistere in un'attività già esistente da sviluppare mediante nuove risorse. Deve d'altro canto in ogni caso avere un proprio compimento<sup>10</sup>, anche se il suo svolgimento può naturalmente avere luogo in più esercizi.

## La disciplina dell'istituto

### La deliberazione costitutiva

La costituzione del *patrimonio destinato* è atto di gestione interna all'amministrazione della società. Avviene infatti ai sensi dell'art. 2447

<sup>1</sup> in attuazione della delega contenuta nella legge 3 ottobre 2001, n. 366.

<sup>2</sup> art. 2447 quinquies, comma 1, c.c..

<sup>3</sup> art. 2740 c.c..

<sup>4</sup> art. 2741, comma 1, c.c..

<sup>5</sup> La tecnica della separazione patrimoniale non è peraltro sconosciuta al nostro ordinamento; vanno infatti ricondotti nell'ambito dei patrimoni di destinazione innanzitutto alcuni istituti di diritto civile, quali ad esempio l'eredità accettata con beneficio di inventario ed il fondo patrimoniale; una limitazione della responsabilità armatoriale in relazione ad ogni viaggio è prevista pure dal codice della navigazione; anche la recente produzione legislativa ha introdotto, seppure con presupposti e finalità del tutto speciali, forme di vera e propria separazione patrimoniale (si pensi ai servizi di investimento nel testo unico dell'intermediazione finanziaria, alla legge sui fondi pensione (art. 4, D.Lgs. 21 aprile 1993, n. 124), alla legge sulla cartolarizzazione dei crediti (art. 3, legge 30 aprile 1999, n. 130), alla normativa in materia di società per il finanziamento delle infrastrutture (art. 8, comma 4, D.L. 15 aprile 2002, n. 63) e da ultimo alla disciplina della cartolarizzazione del patrimonio immobiliare pubblico (art. 2, D.L. 25 settembre 2001, n. 351)).

<sup>6</sup> cfr. F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, Cedam editore, Padova, 2003, pag. 17.

<sup>7</sup> Il termine compare invece nel contratto di mediazione, art. 1725 c.c., ed in quello di mandato, artt. 1721 e 1726 c.c..

<sup>8</sup> cfr. B. INZITARI, *I patrimoni destinati ad uno specifico affare*, in *Le società*, IPSOA Editore, Milano, n. 2/bis 2003.

<sup>9</sup> Non si ritiene condivisibile l'interpretazione dottrinale che, in virtù dell'equivalenza, affermata nella relazione accompagnatoria al D. Lgs. n. 6/2003, della formazione di un patrimonio destinato con la costituzione di una nuova società ritiene possibile che lo *specifico affare* si discosti dall'oggetto sociale.

<sup>10</sup> La realizzazione dello specifico affare rappresenta ai sensi dell'art. 2447 novies c.c. una delle cause di cessazione della destinazione del patrimonio.

ter c.c. mediante deliberazione del consiglio di amministrazione, o di gestione, a maggioranza assoluta dei suoi componenti<sup>11</sup>.

Quanto al suo contenuto, la delibera di destinazione deve innanzitutto precisare lo *specifico affare* cui il patrimonio è destinato. E' poi necessario individuare i *beni* ed i *rapporti giuridici* compresi in tale destinazione. Tale identificazione è essenziale sia per individuare gli strumenti a servizio dell'affare sia per rendere effettiva la loro sottrazione alla generale responsabilità patrimoniale della società.

Nella deliberazione costitutiva riveste un ruolo centrale il *piano economico-finanziario*, dal quale devono risultare la congruità del patrimonio rispetto alla realizzazione dell'affare, le modalità e le regole relative al suo impiego, il risultato che si intende perseguire e le eventuali garanzie offerte a terzi. Tali elementi non vanno forniti con indicazioni generiche, bensì esposti organicamente in un business plan che illustri la specifica operatività del progetto.

Il piano economico-finanziario deve dimostrare prospetticamente l'adeguatezza funzionale del patrimonio al risultato produttivo che si intende conseguire. E' infatti il criterio della *congruità* funzionale dei beni rispetto al perseguimento dello specifico affare, che dev'essere verificato in ogni fase della sua realizzazione, a giustificare l'intera operazione di destinazione del patrimonio e di separazione dei beni nell'ambito del complessivo patrimonio della società<sup>12</sup> ed a permettere alla società il mantenimento della limitazione della responsabilità per le obbligazioni relative al patrimonio destinato.

Le informazioni suindicate, assieme alle *regole di rendicontazione* dell'affare, debbono essere illustrate in modo esaustivo nella delibera ai fini della sua validità ed efficacia.

Si ritiene che gli altri elementi che l'atto costitutivo deve contenere possano invece venire precisati anche in delibere successive<sup>13</sup>.

#### *Pubblicità ed efficacia della delibera costitutiva*

La costituzione del patrimonio destinato comporta una diminuzione della garanzia patrimoniale offerta dalla società ai terzi: a loro tutela è previsto uno specifico regime di *pubblicità* della delibera costitutiva<sup>14</sup>. La deliberazione dev'essere iscritta nel registro delle imprese e produce effetto se nel termine di due mesi da tale iscrizione i creditori sociali anteriori non hanno proposto opposizione (nel qual caso il tribunale può comunque disporre l'efficacia della delibera, previa presentazione di idonea garanzia da parte della società). Qualora il patrimonio destinato comprenda beni immobili o mobili iscritti in pubblici registri, l'opponibilità del vincolo di destinazione è subordinata alla trascrizione nei rispettivi registri della loro destinazione allo specifico affare.

Decorso senza opposizioni il termine di due mesi, i creditori sociali perdono il diritto di soddisfarsi sul patrimonio destinato. Esso diviene garanzia delle sole obbligazioni sorte in relazione allo specifico affare, a condizione però che i relativi atti rechino espressa menzione del vincolo di destinazione. In mancanza di tale indicazione la società risponde col suo patrimonio residuo<sup>15</sup>. Al fine di definire i confini della responsabilità della società, così come in sede costitutiva vanno precisati tutti gli elementi peculiari della destinazione, anche nell'esecuzione dello specifico affare deve essere possibile riscontrare la *tracciabilità* di tutti gli atti e delle operazioni posti in essere.

La società ha comunque la possibilità di contemplare<sup>16</sup>, anche per le obbligazioni contratte in relazione allo specifico affare, la propria responsabilità illimitata, logicamente di natura eventuale. Si ritiene inoltre legittimo che tale responsabilità possa essere assunta non solo in via generale per tutte le obbligazioni relative allo specifico affare, ma anche con specifici accordi coi singoli creditori previa indicazione della sua ammissibilità nella deliberazione costitutiva.

Il legislatore ha infine espressamente statuito la responsabilità illimitata della società per le *obbligazioni derivanti da fatto illecito*<sup>17</sup>.

#### *Scritture contabili, bilancio e rendiconto finale*

Quale conseguenza dell'esclusiva responsabilità del patrimonio destinato la società deve tenere una specifica contabilità, nonché una specifica rendicontazione e rappresentazione in bilancio dell'attività posta in essere per realizzare lo specifico affare.

La stessa delibera costitutiva richiede la trasparente precisazione delle regole di rendicontazione dell'affare, al fine di consentire ai terzi la piena comprensione delle rilevazioni contabili e di bilancio relative al suo andamento.

Ne discende che gli amministratori devono per ogni patrimonio destinato tenere separati, rispetto a quelli della società, *libri e scritture contabili* prescritti dagli artt. 2214 e seguenti c.c. (libro giornale, libro degli inventari, ecc.), nonché un libro relativo agli eventuali strumenti finanziari emessi<sup>18</sup>.

Il bilancio è disciplinato dall'art. 2447 septies c.c.<sup>19</sup>: nello *stato patrimoniale* della società devono essere distintamente indicati i beni ed i rapporti giuridici compresi in ciascun patrimonio destinato; deve poi essere redatto un *separato rendiconto*, da allegare al bilancio, che descriva l'attività svolta dalla società nella realizzazione dell'affare ed il rendimento della stessa; la *nota integrativa*, infine, deve consentire la valutazione della consistenza di ogni patrimonio destinato, e deve pertanto illustrare il valore e la tipologia dei beni e dei rapporti giuridici in esso compresi (inclusi quelli apportati da terzi), i criteri adottati per la imputazione dei costi e ricavi comuni non direttamente attribuibili al patrimonio destinato, nonché il corrispondente regime di responsabilità<sup>20</sup>.

Quando lo specifico affare si realizza, quando diviene impossibile, quando si verifica un'altra causa di cessazione della destinazione del patrimonio prevista dalla delibera costitutiva oppure in caso di fallimento della società, gli amministratori redigono un *rendiconto finale*. Tale evento comporta il venir meno del vincolo di destinazione e ad esso viene garantita la medesima pubblicità della costituzione. Il rendiconto finale, assieme ad una relazione dei sindaci (ed eventualmente dell'incaricato della revisione contabile) dev'essere depositato presso l'ufficio del registro delle imprese<sup>21</sup>.

Ai creditori particolari che vantano obbligazioni ancora insoddisfatte è consentito chiedere la liquidazione del patrimonio destinato mediante raccomandata da inviare alla società entro tre mesi dal deposito del rendiconto (vanno applicate, per quanto compatibili, le disposizioni relative alla liquidazione delle società). Possono quindi impedire il venir meno della separazione patrimoniale, con il ritorno del patrimonio destinato nel patrimonio sociale generale, e mantenere la propria garanzia, limitata ai beni e rapporti giuridici del patrimonio

<sup>11</sup> Lo statuto può rimettere tale decisione all'assemblea dei soci. Parte della dottrina ritiene discutibile la possibile sottrazione di tale decisione all'organo assembleare. Viene in particolare affermata la necessità che il socio debba esprimersi su tale tipo di atto di disposizione di *beni* aziendali, in quanto per i soci si configurerebbe un rischio di impresa aggiuntivo legato alla responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito. In tal senso si veda G. BITETTI, *I patrimoni destinati nella riforma del diritto societario*, in *Impresa commerciale industriale*, ETI Editore, Roma, n. 5/2003.

<sup>12</sup> B. INZITARI, *op. cit.*

<sup>13</sup> Si tratta in particolare degli *eventuali apporti di terzi* (per la realizzazione dell'affare la società può necessitare di risorse esterne, delle quali è necessario fornire specifica notizia) e delle *modalità di controllo sulla gestione e di partecipazione ai risultati dell'affare* (la cui scelta il legislatore ha ritenuto opportuno demandare alla iniziativa sociale); della *possibilità di emettere strumenti finanziari di partecipazione all'affare* con specifica indicazione dei diritti ad essi attribuiti, per la cui tutela è costituita, in relazione ad ogni categoria, un'assemblea speciale dei possessori (a somiglianza dell'assemblea degli obbligazionisti) con definiti ambiti deliberativi (art. 2447-octies c.c.); infine della *nomina di una società di revisione* per il controllo contabile sull'andamento dell'affare, necessaria peraltro al ricorrere di determinate circostanze.

<sup>14</sup> Il regime è disciplinato dall'art. 2447 quater c.c..

<sup>15</sup> art. 2447 quinquies, quarto comma, c.c..

<sup>16</sup> La possibilità richiamata agli artt. 2447 quinquies, terzo comma e 2447 septies, quarto comma, c.c..

<sup>17</sup> art. 2447 quinquies, terzo comma, c.c..

<sup>18</sup> art. 2447 sexies c.c..

<sup>19</sup> disposizione espressamente richiamata dalle norme sul contenuto dello stato patrimoniale e della nota integrativa rispettivamente agli artt. 2424, comma 4, e 2427, n. 20, c.c..

<sup>20</sup> qualora la deliberazione costitutiva preveda la generale responsabilità illimitata della società, l'impegno che ne deriva deve risultare in calce allo stato patrimoniale e formare oggetto di una specifica valutazione, secondo criteri da illustrare in nota integrativa.

<sup>21</sup> art. 2447 novies c.c..

destinato. La liquidazione del patrimonio separato, peraltro, non può risolvere il più generale problema dell'eventuale insufficienza dei beni del patrimonio destinato rispetto alle obbligazioni ad esso relative.

### Aspetti critici della disciplina

La disciplina del nuovo istituto evidenzia alcune *zone d'ombra*.

L'idoneità del regime pubblicitario a garantire i terzi creditori lascia perplessi. Esso appare privo di un procedimento idoneo a far effettivamente emergere, in via diretta o indiretta, il loro consenso. Per come avviene, l'iscrizione al registro delle imprese realizza nella sostanza la sola funzione di messa a conoscenza e di strumento di eventuale opponibilità, più che essere mezzo di effettiva informazione della costituzione del patrimonio separato.

L'efficienza limitata della pubblicità prevista, la limitazione a soli due mesi del potere di opposizione e la mancata previsione delle conseguenze per il creditore dell'esercizio di esso (ad esempio la soddisfazione alternativa su altri patrimoni) rendono chiara la scelta del legislatore di tutelare maggiormente l'interesse della società all'utilizzazione del patrimonio destinato per la realizzazione dell'affare a discapito dell'interesse dei creditori al mantenimento dell'originaria garanzia patrimoniale.

La disciplina dell'istituto non regola inoltre i possibili rapporti e conflitti di interesse tra patrimonio generale e patrimoni dedicati<sup>22</sup>; non vengono definite le modalità di determinazione dell'utile dell'affare e soprattutto come la società possa farlo proprio, questione rilevante ancor più in considerazione del fatto che tale risultato va a costituire garanzia dei creditori generali.

Considerato peraltro che l'affare va perseguito coerentemente con le indicazioni del piano economico-finanziario, si ritiene costituiscono proventi distribuibili alla società solamente quelli che, al netto delle spese di produzione o comunque connesse, degli oneri fiscali e della parte che dev'essere reinvestita nell'affare, sono assegnabili senza pregiudicare la congruità del patrimonio destinato ai fini della realizzazione dello specifico affare.

Anche in materia di bilancio la disciplina non appare esaustiva.

Non vengono precisate le modalità di attuazione della separata indicazione in stato patrimoniale (cioè come deve avvenire, se tramite un "di cui" per ciascuna voce o mediante indicazione in apposita distinta sezione del prospetto contabile) e nemmeno sono illustrate le caratteristiche del separato rendiconto da allegare al bilancio, salvo un generico richiamo per la sua redazione agli artt. 2423 e seguenti c.c..

Perplessità sorgono inoltre, con riferimento alla gestione contabile, sul principio del mantenimento della responsabilità illimitata della società per le obbligazioni derivanti da fatto illecito. Non è chiaro in particolare se la società potrà decidere come ripartire il debito risarcitorio fra l'uno o l'altro patrimonio, ovvero se potrà provvedere al pagamento di un'eventuale pretesa risarcitoria del creditore danneggiato liberamente avvalendosi dei beni sociali o solo previo "esaurimento" del patrimonio destinato<sup>23</sup>, utilizzando così il patrimonio separato per crediti extracontrattuali.

Sotto il profilo fiscale, infine, il fatto che al patrimonio destinato non sia conferita un'autonomia rilevante giuridica distinta comporta l'impossibilità di attribuirgli una soggettività tributaria propria, separata da quella della società che lo costituisce<sup>24</sup>. I risultati reddituali riferibili

al patrimonio destinato devono essere pertanto ricondotti alla società, con una diretta ripercussione sul suo carico tributario complessivo.

Nell'attuale quadro normativo le soluzioni ipotizzabili per individuare i criteri di determinazione del risultato reddituale del patrimonio separato appaiono sostanzialmente due<sup>25</sup>: quantificare in modo unitario la base imponibile societaria, con riclassificazione ai fini fiscali del risultato economico del patrimonio separato; determinare in maniera autonoma il reddito derivante dal patrimonio destinato e poi sommarlo al risultato prodotto dagli altri patrimoni della società, con possibile compensazione tra perdite ed utili.

### Conclusioni

Nella relazione accompagnatoria al D. Lgs. n. 6/2003 si afferma che la costituzione di un patrimonio destinato "... è operativamente equivalente alla costituzione di una nuova società, col vantaggio della eliminazione dei costi di costituzione, mantenimento ed estinzione della stessa". Con il nuovo istituto la società per azioni può esercitare attività che presentano profili di atipicità o rischio differenti rispetto a quelli normalmente assunti tramite la segmentazione del proprio patrimonio, senza costituire delle società controllate, con la continuazione così dello *status* di impresa unica. Tale possibilità appare allettante in particolare per le imprese multidivisionali, per le società operanti per commessa e per le imprese impegnate nella realizzazione di opere pubbliche, che potrebbero destinare patrimoni a singoli grandi appalti.

Il nuovo istituto consente di ampliare e diversificare i canali di finanziamento dell'impresa. La possibilità di ottenere finanziamenti per la realizzazione dello specifico affare da terzi investitori con l'emissione di strumenti partecipativi è facilitata dal frazionamento del rischio di impresa e dalla diversificazione delle categorie dei creditori che la separazione patrimoniale consente. L'investitore sopporta tra l'altro minori costi di monitoraggio, in quanto non deve guardare a tutto il patrimonio sociale, ma solamente alla parte oggetto del vincolo di destinazione<sup>26</sup>.

Esistono peraltro alcune differenze rispetto all'ipotesi della costituzione di una società controllata. L'istituzione di un patrimonio destinato abbisogna di tempi più lunghi<sup>27</sup> e lo specifico affare, alla cui realizzazione il patrimonio è vincolato, dev'essere compreso nell'oggetto sociale della società che lo istituisce.

La limitazione quantitativa cui i patrimoni destinati di una società devono sottostare (il loro valore complessivo non può superare il 10% del patrimonio netto contabile della società) sembra inoltre ridurre la possibilità di operare con una struttura multidivisionale, in quanto non appare possibile articolare la società in aree omogenee sotto il profilo patrimoniale. E' di fatto obbligatoria la presenza di un settore prevalente a fronte di uno o più settori con patrimoni destinati di dimensioni sensibilmente minori. Tale limite costituisce un concreto ostacolo all'utilizzo dell'istituto anche per le piccole e medie imprese, che presentano un patrimonio netto di dimensioni non elevate<sup>28</sup>.

Le ragioni di questa limitazione quantitativa, che non trova fondamento nella legge delega ed è fortemente criticata anche per le difficoltà interpretative e di computo che comporta, sono

<sup>22</sup> Nonostante la normativa nulla dica in proposito, in caso di istituzione di più patrimoni separati è opportuno che ognuno sia identificato nominalmente. Tale segno distintivo, privo di autonoma rilevanza esterna, è necessario in particolare per poter individuare con chiarezza i rispettivi creditori. A questo proposito Fimmano' afferma che se fosse data rilevanza esterna ed effettiva autonomia ai patrimoni, con tanto di segni distintivi in senso proprio, di amministrazione autonoma e sede, riproducendo nella singola società una o più sub-società, si creerebbe una sorta di gruppo endosocietario, in cui invece di costituire singole persone giuridiche controllate si istituiscono tanti patrimoni separati senza la sovrastruttura della *corporate governance*. Cfr. F. FIMMANO', *Il regime dei patrimoni dedicati di s.p.a. tra imputazione atipica dei rapporti e responsabilità*, in *Le società*, IPSOA Editore, Milano, n. 8/2002.

<sup>23</sup> Inzitari ritiene che il piano economico-finanziario deve precisare se di tali obbligazioni extracontrattuali risponde o meno il patrimonio destinato, in quanto ciò influisce sulla valutazione di congruità. B. INZITARI, *op. cit.*

<sup>24</sup> Art. 87 del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917.

<sup>25</sup> In presenza di apporti di terzi, inoltre, i riflessi che la distribuzione dei risultati di gestione del patrimonio separato avrà sul carico tributario complessivo della società sono connessi all'inquadramento che verrà dato alle differenti tipologie di apporto.

<sup>26</sup> A. ZOPPINI, *Primi appunti sul patrimonio separato della società per azioni*, in *Il fisco*, ETI Editore, Roma, n. 2/2003

<sup>27</sup> Ai sensi dell'art. 2447 quater c.c. è necessario decorrano due mesi dall'iscrizione della delibera nel registro delle imprese senza che i creditori sociali anteriori abbiano proposto opposizione, affinché essa acquisisca efficacia.

<sup>28</sup> Inzitari ritiene comunque possibile che uno specifico affare possa essere perseguito da più società: ognuna di esse istituisce un patrimonio destinato e lo coordina con quello costituito dalle altre imprese in un'articolazione funzionalmente unitaria, riuscendo così a dare rilevanza e valore economico ad un'iniziativa di rilievo maggiore rispetto a quella che autonomamente la singola società avrebbe potuto realizzare. Cfr. B. INZITARI, in *op. cit.*

state individuate principalmente nella preoccupazione che con la costituzione di un patrimonio destinato si favoriscano iniziative volte a sottrarre ai creditori generali la garanzia patrimoniale. Si teme inoltre che di tale strumento si possa abusare per condurre gestioni parallele di attività redditizie in corpo a società strutturalmente in perdita, in quanto è possibile distribuire gli utili relativi allo specifico affare anche se l'impresa nel suo complesso chiude in perdita il proprio esercizio sociale. Quest'ultima eventualità è conseguenza negativa dell'assenza di un'effettiva separazione strategica,

gestionale ed organizzativa del patrimonio destinato all'interno dell'azienda.

Vantaggi, opportunità e limiti del nuovo istituto dei patrimoni destinati ad uno specifico affare, del quale non va trascurato il valore segnaletico per i creditori e per il mercato in genere, in quanto comunica informazioni rilevanti sulle modalità di gestione ed organizzazione della società sotto il profilo patrimoniale, potranno comunque essere valutati in modo compiuto solo con un'analisi a posteriori del suo concreto utilizzo.