

AMMINISTRAZIONE & FINANZA



2022

1

- Valutare il rischio in una PMI con il metodo dei comparabili. Un'indagine empirica
- Acquisizioni transfrontaliere: meglio ricorrere a un M&A advisor locale?
- Start-up fees, bonus e indennità di cessazione del rapporto di agenzia: fiscalità diretta e indiretta in capo al proponente
- Osservatorio Family Business Academy: performance 2021
- Strategie ESG e impatti sul Modello di business per un investitore istituzionale
- Ammortamenti civilistici e fiscali: recupero dei disallineamenti
- La (non) tassazione dei dividendi derivanti da Paesi black list, l'esimente del tax rate effettivo
- Il ruolo dell'Organo di controllo nella composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa

Inserto

- Quando la storia olivicola sposa la sostenibilità: gruppo Salov



AFFRONTA IL TEMA IN PROFONDITÀ

One FISCALE

presenta *IVA, TUIR, Indirette e Accertamento*

Da oggi c'è *Experta FISCALE* per offrire una consulenza ancora più completa e di valore ai propri clienti, in un'unica soluzione quattro sezioni integrate su IVA, TUIR, Imposte Indirette e Tributi Locali, Accertamento e riscossione. Uno strumento indispensabile con Codici Commentati dai migliori esperti, Formule, Quesiti, Articoli di Approfondimento e molto altro per aggiungere profondità al tuo lavoro in materia fiscale.

Scopri di più su info.onefiscale.it

One|FISCALE FA GRANDE LA DIFFERENZA

Bilancio&Reddito

Fiscalità d'impresa

Start-up fees, bonus e indennità di cessazione del rapporto di agenzia: fiscalità diretta e indiretta in capo al preponente

La corresponsione di indennità nei confronti di agenti e rappresentanti di commercio in occasione della cessazione del rapporto costituisce una tappa "quasi obbligatoria" nella vicenda contrattuale che interessa tali figure professionali; in parallelo, poi, non è raro assistere all'erogazione di ulteriori somme a titolo di bonus e start-up fees a favore dei mandatarî, anche (ma non solo) in funzione del raggiungimento di obiettivi quantitativi o qualitativi.

di Guido Guetta Nicola Roversi e Carolina Turri

Ammortamento

Ammortamenti civilistici e fiscali: recupero dei disallineamenti

Secondo un recente parere dell'Agenzia delle entrate, i disallineamenti tra le quote di ammortamento civilistiche e quelle fiscalmente deducibili devono essere "riassorbiti" nel primo periodo di imposta in cui vi sia "capienza" per la deduzione di un'ulteriore quota di ammortamento fiscale rispetto a quella imputata al conto economico dell'esercizio.

di Giulio Salvi

Fiscalità internazionale

La (non) tassazione dei dividendi derivanti da Paesi black list, l'esimente del tax rate effettivo

La tassazione dei dividendi di fonte estera derivanti da partecipazioni in società di capitali residenti in Stati considerati a fiscalità privilegiata è stata modificata con l'introduzione dell'art. 47-bis del T.U.I.R., entrato in vigore il 1° gennaio 2019, per effetto dell'attuazione delle Direttive ATAD I e ATAD II. Più in particolare, l'art. 47-bis introduce una disciplina applicabile alle partecipazioni (dirette ovvero indirette) di controllo in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE, e una disciplina ad hoc applicabile alle partecipazioni di collegamento in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE. Per le partecipazioni di controllo il citato art. 47-bis stabilisce che il Paese dell'emittente si considera risiedere in territorio privilegiato nel caso in cui il tax rate effettivo estero risulti inferiore al 50% di quello cui sarebbero stati soggetti qualora residenti in Italia. In tale contesto, considerato che il test del tax rate potrebbe essere influenzato da perdite fiscali estere che in Italia non sono riconosciute, si ritiene che l'interpretazione data dall'Amministrazione finanziaria con la circolare n. 51/2010 debba trovare applicazione anche nel caso del test del tax rate previsto dall'art. 47-bis del T.U.I.R. Infatti, con la circolare suddetta l'Amministrazione finanziaria aveva statuito che le perdite maturate prima dell'entrata in vigore della modifica alla disciplina contenuta nell'art. 167 del T.U.I.R. non dovevano essere considerate nel calcolo. In altri termini, le perdite fiscali estere maturate nei periodi d'imposta anteriori all'introduzione di una nuova disciplina nonché quelle antecedenti all'acquisto del controllo della società, non devono essere considerate nel calcolo del tax rate estero (nel caso di specie ai sensi dell'art. 47-bis del T.U.I.R.) per ovvie ragioni di omogeneizzazione del calcolo stesso.

di Laura Diani Antonio Salvatore e Saverio Mantini

Amministrazione & Finanza

7 REDAZIONE

Per informazioni in merito a contributi, articoli ed argomenti trattati scrivere o telefonare a:

Ipsos Redazione Amministrazione&Finanza
Casella Postale 12055 –
20120 Milano
e-mail
Redazione.amministrazione
efinanza.ipsos@wki.it

14

AMMINISTRAZIONE

Per informazioni su gestione abbonamenti, numeri arretrati, cambi d'indirizzo, ecc. scrivere o telefonare a:

IPSOA Servizio Clienti
Casella Postale 12055 –
20120 Milano
telefono 02.824761 –
telefax 02.82476.799

EDITRICE

Wolters Kluwer Italia s.r.l.
Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)

DIRETTORE RESPONSABILE

Giulietta Lemmi

REDAZIONE

Paola Boniardi, Elena Rossi

REALIZZAZIONE GRAFICA

Wolters Kluwer Italia Srl

FOTOCOMPOSIZIONE

Integra Software Services
Pvt. Ltd.

STAMPA

L.E.G.O. S.p.A.
Viale dell'Industria, 2
36100 Vicenza

19

gennaio 2022

Sommar

PUBBLICITÀ:

E-mail: advertising-it@wolters
kluwer.com
www.wolterskluwer.it

Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)

Autorizzazione

Autorizzazione del Tribunale
di Milano
n. 618 del 16 dicembre 1985
Tariffa R.O.C.:
Poste Italiane Spa -
Spedizione in abbonamento
Postale - D.L. 353/2003
(conv. in L. 27/02/2004 n. 46)
art. 1, comma 1, DCB Milano
Iscritta nel Registro Nazionale
della Stampa con il n. 3353
vol. 34 Foglio 417
in data 31 luglio 1991
Iscrizione al R.O.C. n. 1702

ABBONAMENTI

Gli abbonamenti hanno durata
annuale, solare:
gennaio-dicembre;
rolling: 12 mesi dalla data
di sottoscrizione, e si
intendono rinnovati, in assenza
di disdetta da comunicarsi
entro 60 gg. prima della data
di scadenza a mezzo
raccomandata A.R. da inviare
a Wolters Kluwer Italia S.r.l.
Viale dei Missaglia, n. 97,
Edificio B 3 – 20142 Milano (MI)
Servizio Clienti:
tel. 02/824761; - e-mail:
servizio.clienti@wolters-
kluwer.com
www.servizioclienti.wki.it
Compresa nel prezzo
dell'abbonamento l'estensione
on line della Rivista,
consultabile all'indirizzo
www.edicolaprofessionale.com/
amministrazionefinanza
Italia annuale: € 335,00
Esteri annuale: € 670,00
Prezzo copia: € 33,00
Richiesta di abbonamento:
scrivere o telefonare a:
IPSOA, Ufficio vendite
Casella postale 12055
20120 Milano
Telefono 02.82 47 6.794
Telefax 02.82 47 6.403

DISTRIBUZIONE

Vendita esclusiva per
abbonamento Il corrispettivo
per l'abbonamento a questo

Governo d'impresa

Crisi di impresa

Il ruolo dell'Organo di controllo nella composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa

L'Organo di controllo svolge un ruolo preminente nell'istituto di nuovo conio della composizione negoziata per la risoluzione della crisi di impresa, che si snoda nel duplice compito: (i) di segnalare tempestivamente all'Organo amministrativo la sussistenza dei presupposti per la nomina dell'esperto; nonché (ii) di vigilare il medesimo Organo amministrativo sull'andamento delle trattative. Svolta una preliminare, breve digressione sul contesto socio-economico in cui la normativa viene a innestarsi e sulla figura dell'esperto, assume rilievo analizzare gli specifici comportamenti che deve adottare l'Organo di controllo ai sensi della nuova disposizione (i.e. art. 15) in combinato disposto con le norme civilistiche ad esso relative, così come declinate dalla giurisprudenza attestata in materia.

di Cristian Sagaramella Michele Carminati e Erika Andreani

25

Finanza aziendale

Operazioni di M&A

Acquisizioni transfrontaliere: meglio ricorrere a un M&A advisor locale?

L'attività di M&A è ai massimi storici malgrado il perdurare della pandemia. Le operazioni che coinvolgono soggetti di Paesi diversi stanno crescendo in egual misura. La novità sta nell'ingresso nell'arena delle PMI, non solo come oggetto di acquisizione ma anche come acquirenti. Le imprese italiane non sono estranee a questa tendenza.

di Guidalberto Gagliardi

39

Valutazione del rischio

Valutare il rischio in una PMI con il metodo dei comparabili. Un'indagine empirica

Le valutazioni riguardanti le PMI non quotate possono presentare alcune criticità nell'utilizzo dei metodi di mercato e dei parametri di valutazione (tassi, premi e sconti) desumibili dal mercato azionario. In presenza di società comparabili quotate in borsa e qualora sussistano le condizioni che consentono di giudicare coerente il valore espresso dal mercato di borsa con la definizione di valore adottata dall'esperto, tali valori forniscono informazioni oggettive favorevoli alla valutazione delle società non quotate.

di Paolo D'Amico

48

Valutazione d'azienda

Strategie ESG e impatti sul Modello di business per un investitore istituzionale

Nel settore finanziario i modelli di valutazione tradizionali del merito creditizio si sono sviluppati in modelli di analisi più strutturati, tenendo conto non solo delle performance economiche e finanziarie delle imprese ma anche di punteggi ambientali, sociali e di governo societario (ESG) forniti dalle Agenzie di rating. Banche, investitori e istituti di credito valorizzano, quindi, sempre di più la componente ESG, garantendo maggiori finanziamenti alle aziende sostenibili,

che adottano strategie ESG in linea con le Linee guida dell'EBA e la tassonomia UE. Tutto ciò comporta una nuova disclosure, o rendicontazione socio-ambientale, non solo in una prospettiva di engagement interna aziendale ma anche nel segno di una trasparente comunicazione con gli stakeholder, tra i quali rientrano le banche e gli investitori finanziari.

di Marco Orlandi

55

periodico è comprensivo dell'IVA assolta dall'editore ai sensi e per gli effetti del combinato disposto dell'art. 74 del D.P.R. 26/10/1972, n. 633 e del D.M. 29/12/1989 e successive modificazioni e integrazioni.

Creazione di valore

Osservatorio Family Business Academy: performance 2021

Si riportano in questo contributo i dati principali dell'Osservatorio "Valore imprese di famiglia" della Family Business Academy. L'Osservatorio, giunto ormai alla settima edizione, fotografa dal 2015 le caratteristiche delle imprese familiari dell'Emilia-Romagna e le confronta con quelle delle imprese non familiari, al fine di fornire informazioni e spunti strategici per la crescita e la riorganizzazione delle imprese familiari.

di Massimo Lazzari e Davide Mondaini

64

Inserto

Quando la storia olivicola sposa la sostenibilità: gruppo Salov

Il mercato dell'olio d'oliva - Storia e primo bilancio di sostenibilità - Sviluppo sostenibile - Progetti agronomici - Progetti tecnologici - Il luogo di lavoro - L'indagine di clima 2020 - Impatto ambientale

di Francesco Lenoci

III

Egregio Abbonato,
ai sensi dell'art. 13 del Regolamento (UE) 2016/679 del 27 aprile 2016, "relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)", La informiamo che i Suoi dati personali sono registrati e custoditi su database elettronici situati nel territorio nazionale e di Paesi appartenenti allo Spazio Economico Europeo (SEE), o paesi terzi che garantiscono un adeguato livello di protezione dei dati. Wolters Kluwer Italia S.r.l., in qualità di Titolare del trattamento, utilizzerà i dati che La riguardano per finalità amministrative e contabili. I Suoi recapiti postali e il Suo indirizzo di posta elettronica potrebbero essere anche utilizzati ai fini di vendita diretta di prodotti o servizi analoghi a quelli della presente vendita. Lei ha il diritto di chiedere a Wolters Kluwer Italia s.r.l. l'accesso ai dati personali che La riguardano, nonché la rettifica, la cancellazione per violazione di legge, la limitazione o l'opposizione al loro trattamento ai fini di invio di materiale pubblicitario, vendita diretta e comunicazioni commerciali. Lei ha, inoltre, il diritto di revocare il consenso in qualsiasi momento, senza pregiudicare la liceità del trattamento basata sul consenso prestato prima della revoca, nonché di proporre reclamo all'Autorità Garante per il trattamento dei dati personali ai sensi dell'art. 77 del Regolamento UE 679/2016. L'elenco aggiornato dei responsabili e delle persone autorizzate al trattamento è consultabile presso la sede di Wolters Kluwer Italia S.r.l. - Via dei Missaglia, n. 97, Edificio B3 - 20142 Milano (MI).

Nascono le SMART Skill di Fattura SMART



Funzioni aggiuntive a Fattura SMART per permettere l'upgrade della soluzione in base alle esigenze.

Skill GESTIONALI

- Scadenze di pagamento personalizzabili
- Gestione solleciti di pagamento
- Emissione RIBA e Bonifici
- Acquisizione automatica dei dati anagrafici

Skill NORMATIVE

- Gestione fatture estere
- Gestione beni in Reverse charge
- Gestione spese sanitarie

- Meno attività manuali legate al ciclo di fatturazione
- Più automatizzazione e personalizzazione dei processi
- Maggiore controllo su processi bancari, fatture e pagamenti.
- Semplice gestione degli adempimenti normativi



Start-up fees, bonus e indennità di cessazione del rapporto di agenzia: fiscalità diretta e indiretta in capo al preponente

di Guido Guetta (*) Nicola Roversi (**) e Carolina Turri (***)

La corresponsione di indennità nei confronti di agenti e rappresentanti di commercio in occasione della cessazione del rapporto costituisce una tappa "quasi obbligatoria" nella vicenda contrattuale che interessa tali figure professionali; in parallelo, poi, non è raro assistere all'erogazione di ulteriori somme a titolo di bonus e start-up fees a favore dei mandatarî, anche (ma non solo) in funzione del raggiungimento di obiettivi quantitativi o qualitativi.

Premessa

La disciplina civilistica che regola le indennità da corrispondere alla cessazione del rapporto di agenzia, ormai cristallizzata (quanto al diritto primario) nell'art. 1751 del Codice civile, è ulteriormente integrata dalla contrattazione collettiva, che nella gran parte dei casi costituisce un vero e proprio manuale applicativo dei dettami codicistici, in particolare per quanto attiene alla quantificazione puntuale delle indennità da corrispondere all'agente al termine del rapporto contrattuale. L'erogazione di eventuali *bonus* o *start-up fees*, invece, non viene regolata in modo organico dal legislatore, che ha delegato alla libera volontà delle parti la (meramente eventuale) definizione di tali aspetti.

Sul piano fiscale, mentre non sussistono particolari criticità a seguito del consolidamento dell'orientamento della giurisprudenza di legittimità (a cui si è allineata anche l'Agenzia delle entrate) in relazione alla deducibilità "per competenza" degli accantonamenti a titolo di indennità di cessazione del rapporto, è opportuno fare qualche ulteriore considerazione circa il corretto assoggettamento ad IVA delle somme corrisposte all'agente a titolo di *bonus* e/o *start-up fee*, nonché agli eventuali adempimenti previsti in capo al sostituto d'imposta in tema di ritenute.

Indennità di cessazione del rapporto

Normativa civilistica: cenni

La disciplina del contratto di Agenzia, regolato dagli artt. 1742 ss. c.c., è ulteriormente integrata dagli Accordi economici collettivi (AEC) eventualmente applicabili (1). Tali documenti, per quanto di interesse, si occupano di regolare - in ottica complementare rispetto alle disposizioni contenute nell'art. 1751 c.c. - la puntuale quantificazione dell'indennità di cessazione del rapporto di agenzia, rappresentando un *vademecum* pratico per l'operatore economico chiamato a tale adempimento.

Secondo l'attuale formulazione dell'art. 1751 c.c., alla cessazione del rapporto di agenzia il

Note:

(*) Pirola Pennuto Zei & Associati - Milano

(**) Pirola Pennuto Zei & Associati - Milano

(***) Pirola Pennuto Zei & Associati - Milano

(1) Trattasi, a titolo esemplificativo e solo per citare quelli di maggiore diffusione, dell' "Accordo economico collettivo per la disciplina del rapporto di agenzia e rappresentanza commerciale del settore del commercio", dell' "Accordo economico collettivo per la disciplina dei rapporti di Agenzia e rappresentanza commerciale nei settori industriale e della cooperazione" e dell' "Accordo economico collettivo per la disciplina dei rapporti di Agenzia e rappresentanza commerciale nel settore della piccola e media industria".

mandante è tenuto a corrispondere all'agente un'indennità qualora:

(i) l'agente abbia procurato nuovi clienti al preponente o abbia sensibilmente sviluppato gli affari con clienti esistenti e il preponente riceva ancora sostanziali vantaggi derivanti dagli affari con tali clienti; e

(ii) il pagamento di tale indennità sia equo.

Il tetto massimo dell'importo da erogare è da calcolarsi sulla base della media annuale delle provvigioni percepite negli ultimi cinque anni, o sulla media di quelle percepite in vigenza del rapporto, se di durata inferiore.

Come detto, le modalità di quantificazione dell'indennità di cessazione del rapporto vengono ulteriormente integrate dalle disposizioni contenute negli AEC vigenti (qualora applicati dalle parti) che, in particolare, si preoccupano di articolare la somma da corrispondere in tre distinti emolumenti. Nello specifico: 1) indennità di risoluzione del rapporto: frutto dei versamenti periodicamente effettuati dal preponente all'ENASARCO in funzione dell'ammontare delle provvigioni maturate (2) (trattasi del c.d. FIRR - fondo indennità di risoluzione del rapporto), spetta all'atto della cessazione del rapporto di agenzia (quale che ne sia la causa, salvo il caso di scioglimento ad iniziativa del mandante dovuto a ritenzione indebita di somme, concorrenza sleale o violazione del vincolo di esclusività da parte dell'agente) e viene erogata direttamente dall'ENASARCO;

2) indennità suppletiva di clientela: tale indennità (talvolta, denominata FISC) viene corrisposta dal mandante in occasione dello scioglimento del rapporto contrattuale (salvo il caso in cui ciò avvenga per fatto imputabile all'agente), venendo quantificata in funzione delle provvigioni maturate (anche se non corrisposte) dall'agente (3);

3) indennità meritocratica: tale compenso, anch'esso erogato direttamente dal preponente, spetta qualora alla cessazione del rapporto (anche in questo caso, salvo sia dipeso da fatto imputabile all'agente) il mandatario abbia apportato un sensibile incremento della clientela (4). In particolare, qualora tale indennità risulti pari o inferiore alle due precedenti (di risoluzione del rapporto e suppletiva di clientela), l'importo complessivo da corrispondere all'agente sarà pari unicamente alla somma

La corretta applicazione dei Principi di redazione del bilancio impone la quantificazione e lo stanziamento di un apposito fondo rischi e oneri in tutti quei casi in cui il rapporto contrattuale in essere con l'agente travalichi l'esercizio sociale.

dei relativi importi; nel caso in cui risulti invece superiore, l'indennità meritocratica da corrispondere andrà decurtata degli importi dovuti a titolo di indennità di risoluzione del rapporto e suppletiva di clientela.

Aspetti contabili

Considerato che il rapporto di agenzia - in virtù di quanto già affrontato al paragrafo che precede - risulta potenzialmente idoneo a generare una passività in capo al preponente al termine del rapporto contrattuale, di natura certa o probabile e di ammontare stimabile, la corretta applicazione dei Principi di redazione del bilancio di cui all'art. 2423-bis c.c. (5) impone la quantificazione e il successivo stanziamento di un apposito fondo rischi e oneri (6) in tutti quei

Note:

(2) L'importo risulta dovuto su base trimestrale, in percentuale variabile in funzione dell'importo complessivo delle spettanze dell'agente e in ragione della tipologia di mandato (monomandatario o plurimandatario).

(3) La quota annua di indennità è pari al 3% dell'ammontare delle provvigioni e delle altre somme maturate, maggiorata di un ulteriore 0,5% sulle provvigioni maturate dal quarto anno e di un ulteriore 0,5% sulle provvigioni maturate dal settimo anno. In taluni AEC (ad esempio, quello relativo al settore "industria") tali ultime due componenti integrative sono limitate a un ammontare annuo di base imponibile pari ad euro 45.000.

(4) Rispetto alle altre indennità previste dagli AEC di riferimento, il calcolo di quanto dovuto a titolo di indennità meritocratica presenta meccanismi particolarmente complessi, che dipendono peraltro anche dalla durata del rapporto contrattuale tra agente e preponente. In linea generale, tale importo viene calcolato in funzione dell'incremento del volume di fatturato gestito dall'agente nel corso del mandato per le aree allo stesso assegnate, opportunamente modulato in funzione di alcune variabili, nel limite dell'indennità teoricamente spettante ai sensi dell'art. 1751, comma 3, c.c. (a differenza, invece, delle prime due componenti, il cui importo può superare tale soglia per espressa previsione degli AEC).

(5) In particolare, il richiamo è ai Principi di "prudenza" e "competenza", meglio esplicitati nel Principio contabile OIC n. 11.

(6) In tal senso, in ossequio ai citati Principi enucleati dall'art. 2423-bis c.c., dispone peraltro anche il Principio contabile OIC n. 31. Particolari considerazioni, qualora la passività potenziale abbia importo scarsamente rilevante, potrebbero poi farsi circa l'applicazione del Principio di "materialità" di cui all'art. 2423, comma 4, c.c., come modificato dall'art. 6, comma 2, lett. b), del D.Lgs. n. 139/2015. Vi sono infatti ragioni per sostenere, in presenza di una passività di importo scarsamente materiale, che tale previsione consenta di derogare al criterio di prudenza e di competenza, in particolare qualora il "costo" necessario a quantificare puntualmente lo stanziamento dovesse superare i benefici che ne derivano in termini di corretta informativa di bilancio.

casi in cui il rapporto contrattuale in essere con l'agente travalichi l'esercizio sociale.

Più nel dettaglio, considerato, come detto, che la componente dovuta a titolo di indennità di risoluzione del rapporto viene calcolata e versata periodicamente all'ENASARCO da parte del mandante (venendo poi materialmente erogata all'agente, al termine del rapporto, direttamente da tale ente), in sede di redazione del bilancio dovrebbe darsi rilievo, tramite un apposito accantonamento, alle sole componenti residue: trattasi, quindi, dell'indennità suppletiva di clientela e dell'indennità meritocratica (quest'ultima da calcolarsi, in virtù del relativo meccanismo di quantificazione, nel limite dell'indennità spettante da Codice civile e decurtandola, successivamente, di quanto dovuto a titolo di FIRR e di FISC) (7).

Alla conclusione del rapporto, qualora il fondo stanziato coincida puntualmente con le spettanze dell'agente non occorre fare ulteriori considerazioni (il relativo utilizzo, infatti, non dovrebbe transitare da conto economico, risolvendosi di fatto in una riclassificazione a debito del fondo per pari importo). Diversamente, qualora lo stesso dovesse risultare esuberante rispetto al necessario (ovvero, qualora dovesse venire meno l'obbligo di corrispondere all'agente l'indennità accantonata nel corso degli anni), l'eccedenza dovrà essere contabilizzata nella voce A.5 "Altri ricavi e proventi" del conto economico; nel caso opposto, in cui cioè il fondo non dovesse rivelarsi sufficientemente capiente, andrà invece contabilizzata una ulteriore voce di costo da classificare alla voce B.7 "Costi della produzione per servizi", pari alla differenza tra quanto dovuto e quanto accantonato nei vari anni.

Aspetti fiscali

Imposte dirette

La deducibilità dell'indennità suppletiva di clientela è stata oggetto - nel tempo - di numerose controversie, causate principalmente dal mutamento della norma civilistica di riferimento e culminate con la pubblicazione della circolare dell'Agenzia delle entrate n. 33/E/2013 (8). In tale occasione, l'Amministrazione finanziaria ha messo un punto fermo alla questione circa il corretto periodo temporale cui

Diretta conseguenza dell'intermittente riconoscimento fiscale che tali stanziamenti hanno avuto nel tempo è la presenza, nei bilanci delle imprese, di fondi in parte dedotti e in parte tassati, con le incertezze che ne derivano circa il relativo trattamento fiscale in caso di utilizzo.

imputare la variazione in diminuzione dal reddito di impresa, uniformandosi all'orientamento della Corte di cassazione in materia (9) e riconoscendo la deducibilità per competenza degli accantonamenti al fondo per indennità di cessazione del rapporto di agenzia, sia con riferimento alla componente per indennità suppletiva di clientela che all'eventuale indennità meritocratica (10), ricomprensandoli all'interno dell'art. 105, comma 4, del T.U.I.R.

Diretta conseguenza dell'intermittente riconoscimento fiscale che tali stanziamenti hanno avuto nel tempo è la presenza, nei bilanci delle imprese, di fondi in parte dedotti e in parte tassati, con le incertezze che ne derivano circa il relativo trattamento fiscale in caso di utilizzo. In assenza di apposite indicazioni fornite dall'Agenzia delle entrate, una possibile

Note:

(7) Si segnala, per completezza, che nella prassi aziendale si assiste spesso alla quantificazione e al conseguente stanziamento in bilancio della sola indennità suppletiva di clientela, verosimilmente in considerazione delle difficoltà pratiche legate al calcolo di quanto dovuto a titolo di indennità meritocratica (calcolo che, in particolare, richiede la preliminare quantificazione, oltre che del FIRR e del FISC, anche di quanto teoricamente spettante ai sensi dell'art. 1751 c.c., al fine di verificare l'eventuale debenza dell'indennità meritocratica secondo quanto in precedenza evidenziato).

(8) In particolare, in relazione alla formulazione dell'art. 1751 c.c. in vigore a decorrere dal 1 gennaio 1993, l'Agenzia delle entrate aveva in primo luogo sostenuto la deducibilità dal reddito d'impresa degli accantonamenti al fondo in occasione della risoluzione 9 aprile 2004, n. 59/E; successivamente - in considerazione dell'indirizzo interpretativo espresso all'epoca dalla Cassazione - nella circolare 6 luglio 2007, n. 42/E veniva affermata l'indeducibilità per competenza dal reddito d'impresa della casa mandante degli accantonamenti effettuati, ritenendo "non ulteriormente sostenibile la tesi interpretativa secondo cui l'accantonamento ai fondi per indennità di cessazione del rapporto di agenzia, valorizzato nelle sue diverse componenti (indennità di risoluzione, indennità suppletiva e, se ne ricorrono i presupposti, indennità meritocratica) è fiscalmente deducibile nei limiti dell'importo massimo previsto dall'articolo 1751, terzo comma, del Codice civile".

(9) Cass. nn. 13506/5/2009, 13507/5/2009, 13508/5/2009, cui hanno fatto seguito le ulteriori pronunce nn. 8134/5/2011 e 8288/5/2013.

(10) Nella circolare citata, l'Agenzia delle entrate afferma in proposito che "deve ritenersi corretta la tesi favorevole alla deducibilità per competenza dell'accantonamento per indennità di cessazione del rapporto di agenzia in tutte le sue componenti, senza che possa invocarsi *a contrario* la carenza dei requisiti di certezza e determinabilità fissati dall'articolo 109 del TUIR".

soluzione (ritenuta preferibile, ad opinione di chi scrive) potrebbe essere quella, ove possibile, di ricostruire in via analitica la quota dedotta e quella tassata del fondo in relazione ai singoli agenti il cui rapporto è cessato, al fine di quantificare puntualmente la variazione in diminuzione da effettuare (pari alla quota di accantonamento non dedotta a suo tempo). Nell'impossibilità di quantificare tale importo, una soluzione alternativa potrebbe essere quella di imputare l'utilizzo del fondo prioritariamente alla quota dedotta, al fine di non posticipare il pagamento delle imposte (11).

Se la deducibilità degli accantonamenti appare oramai pacifica ai fini IRES (e IRPEF), ai fini IRAP i documenti di prassi dell'Agenzia delle entrate non forniscono indicazioni specifiche in merito al trattamento fiscale delle indennità per la cessazione del rapporto di agenzia, dovendosi quindi fare riferimento ai principi generali che regolano tale imposta per individuare il corretto trattamento degli accantonamenti effettuati in vigenza del rapporto contrattuale.

In particolare, considerando che gli accantonamenti in esame transitano dalla voce B.7 del conto economico (OIC 12, par. 63), un'interpretazione letterale dell'art. 5, comma 1, del D.Lgs. n. 446/1997 (contenente le indicazioni relative alla determinazione del valore della produzione netta per le società di capitali e gli enti commerciali) porterebbe a ritenere pienamente rilevanti ai fini IRAP tali poste economiche "per competenza", senza dunque attendere l'effettivo scioglimento del rapporto contrattuale e l'erogazione dell'indennità.

In relazione alla generalità degli accantonamenti, l'Agenzia delle entrate sembra invece essere giunta a conclusioni diverse nel corso del tempo.

In particolare, in occasione della circolare n. 12/E/2008 (par. 9.2), veniva specificato che "qualora, privilegiando il criterio della classificazione per natura dei costi, tali poste vengano imputate ad altre voci dello schema di conto economico, le stesse non potranno comunque essere portate in deduzione. Ne consegue che eventuali accantonamenti imputati a voci diverse da B12 e B13 non possono beneficiare di un trattamento differenziato e, conseguentemente, non possono essere portate in deduzione ai fini della determinazione della base imponibile IRAP".

A tale rigida impostazione si sono, nel tempo, susseguite talune aperture da parte dell'Amministrazione finanziaria, tali da

lasciar intendere che - in presenza di determinate condizioni - gli stanziamenti effettuati possano assumere rilievo anche ai fini IRAP. In particolare, in occasione della circolare n. 26/E/2012 (parr. 4 e 5) è stato chiarito che gli accantonamenti effettuati in relazione ai costi da sostenere in occasione della chiusura di una discarica possano assumere rilievo ai fini IRAP; ad analoga conclusione è giunta l'Agenzia delle entrate, nel medesimo documento, in relazione agli "accantonamenti al fondo ripristino dei beni di azienda condotta in affitto", stanziamenti effettuati in funzione di elementi oggettivi e validamente documentati (e documentabili) tali da legittimarne la rilevanza fiscale in sede di imputazione a conto economico.

Non convince il *diktat* dell'Amministrazione finanziaria (12), che vorrebbe l'indeducibilità *tout court* della generalità degli accantonamenti per i soggetti che determinano la base imponibile IRAP ai sensi del citato art. 5 del D.Lgs. n. 446/1997, dovendosi ritenere invece più condivisibile (e logica) la posizione assunta dall'Agenzia delle entrate nel più recente documento di prassi, su cui si attesta anche la dottrina prevalente (13). La questione, considerata la portata generale che assume l'argomento, appare meritevole di una conferma ufficiale.

Note:

(11) In relazione alla generalità dei fondi rischi e oneri, infatti, il T.U.I.R. non stabilisce alcun criterio specifico in caso di utilizzo del fondo in presenza di quote sia dedotte che tassate (casistica, in verità, non particolarmente frequente nella pratica); la soluzione maggiormente prudentiale, peraltro in linea con quanto invece disposto in relazione al fondo svalutazione crediti dall'art. 106, comma 2, del T.U.I.R., sembra allora quella di imputare gli utilizzi del fondo prioritariamente alla quota dedotta, anticipando di fatto il pagamento delle imposte rispetto al caso opposto (utilizzo prioritario della quota tassata).

(12) Peraltro, recentemente confermato dalla risposta n. 60/E/2020 dell'Agenzia delle entrate in relazione al fondo svalutazione rimanenze, anche se il caso sottoposto al vaglio dell'Amministrazione finanziaria era particolarmente complesso, facendo intendere (*rectius*, sperare) che la risposta fornita non sia applicabile *tout court* alla generalità dei casi.

(13) Sul tema, in particolare, L. Fornero, *Indennità per la cessazione dei rapporti di Agenzia*, Eutekne; e A. Vasapolli, *Dal bilancio d'esercizio al reddito d'impresa*, Gruppo 24 Ore, pag. 3314. L'argomentazione principale, che si ritiene condivisibile, si fonda sull'analisi dello stesso dettato normativo dell'art. 5, comma 1, del D.Lgs. n. 446/1997, che esclude dalla base imponibile IRAP gli accantonamenti classificati nelle voci B12 e B13 del conto economico, limitando di fatto le componenti non rilevanti a quanto ivi contabilizzato secondo la corretta applicazione dei Principi contabili.

Imposte indirette e ritenute

Quanto ai profili IVA, (fortunatamente) non sembrano esserci particolari questioni ad oggi ancora aperte: l'indennità di risoluzione del rapporto (suppletiva di clientela e meritocratica) - sulla base delle indicazioni fornite dalla stessa Amministrazione finanziaria (14) - non assume natura retributiva e, venendo riconosciuta in assenza di una vera e propria controprestazione da parte dell'agente, sembra a ben vedere da considerarsi non imponibile ai fini IVA, qualificandosi come una cessione di denaro fuori campo IVA di cui all'art. 2, comma 3, lett. a), del D.P.R. n. 633/1972.

L'erogazione delle somme in argomento grava il sostituto di imposta dell'obbligo di effettuare la ritenuta a titolo di acconto unicamente qualora l'agente sia un'impresa individuale ovvero una società di persone: l'art. 25, comma 1, del D.P.R. n. 600/1973 esclude infatti dall'applicazione della ritenuta le indennità per la cessazione dei rapporti di agenzia percepite nell'esercizio di imprese, interpretazione, peraltro, confermata anche dalla stessa Agenzia delle entrate (15).

Start-up fees e bonus (in)direttamente collegati alle vendite: fiscalità diretta e indiretta

La pattuizione di *bonus* e *start-up fees* a favore dell'agente (ulteriori rispetto all'erogazione delle provvigioni e spesso condizionati al raggiungimento di obiettivi quantitativi e qualitativi) impone al redattore del bilancio qualche riflessione circa la presenza di eventuali obblighi di accantonamento; ad esempio, tale fattispecie potrebbe ritenersi concretizzata qualora le clausole contrattuali dispongano, a favore dell'agente, la corresponsione di un "premio fedeltà" nel caso in cui il rapporto contrattuale rimanga in essere per un dato periodo di tempo. In presenza di analoghe previsioni, potrebbe ritenersi condivisibile lo stanziamento di un apposito fondo al termine di ciascun esercizio in misura pari all'importo del *bonus* stimato e/o stimabile, al fine di garantire il rispetto dei Principi di prudenza e competenza.

Lo stesso Principio di prudenza assume rilievo anche in relazione alla corresponsione di eventuali *start-up fees*: tali costi, eventualmente sostenuti in occasione dell'avvio del rapporto e

L'indennità di risoluzione del rapporto sembra da considerarsi non imponibile ai fini IVA, qualificandosi come una cessione di denaro fuori campo IVA di cui all'art. 2, comma 3, lett. a), del D.P.R. n. 633/1972.

strumentali alla sua prosecuzione, dovrebbero intendersi riferibili all'intera durata del contratto e dunque oggetto di capitalizzazione a stato patrimoniale e di periodico risconto. Si ritiene tuttavia che l'impossibilità di determinare con certezza la durata del contratto di agenzia (salvo rari casi), proprio nel rispetto del citato Principio di prudenza,

imponga di "spesare" interamente a conto economico la componente negativa nell'esercizio in cui la stessa viene sostenuta.

Quanto ai profili di fiscalità diretta conseguenti alla contabilizzazione di tali componenti, sembra utile fare qualche riflessione circa il corretto periodo di imposta di deducibilità dei *bonus*. In particolare, requisito centrale affinché una componente negativa di reddito possa dirsi deducibile - ai sensi dell'art. 109, comma 1, del T.U.I.R. - è che la stessa sia "certa e obiettivamente determinabile" (16) alla chiusura dell'esercizio in cui viene

Note:

(14) Così si è espressa l'Agenzia delle entrate in occasione della nota della Direzione regionale della Lombardia n. 55585 del 1 ottobre 1999, evidenziando che "essa non può essere considerata il corrispettivo dovuto per una prestazione di servizio, ma consiste in un indennizzo non correlato ad una prestazione".

(15) Si fa riferimento alla risoluzione n. 105/E/2005 circa l'assoggettamento a ritenuta delle indennità percepite dall'agente in occasione della cessazione del rapporto di agenzia e in funzione della natura dello stesso. Ripercorrendo le disposizioni normative sul tema, l'art. 56, comma 3, lett. a), del T.U.I.R. esclude dalla formazione del reddito di impresa dei "soggetti IRPEF" le "indennità per la cessazione dei rapporti di Agenzia delle persone fisiche e delle società di persone" (in deroga ai principi generali che regolano la quantificazione del reddito per impresa di tali soggetti); il precedente art. 53, comma 2, lett. e), del T.U.I.R. qualifica tali proventi come redditi di lavoro autonomo (imputandoli, di fatto, direttamente in capo ai percipienti persone fisiche e al di fuori del regime di impresa). Al combinato disposto di tali norme consegue che l'erogazione dell'indennità di cessazione del rapporto a soggetti IRES risulta esclusa dalle ritenute di cui all'art. 25, comma 1, del D.P.R. n. 600/1973 per espressa previsione della stessa disposizione (in quanto trattasi di soggetti che realizzano redditi di impresa e per i quali non trova applicazione l'art. 56 del T.U.I.R.); qualora invece la stessa indennità venisse erogata a "soggetti IRPEF", come sopra individuati, trattandosi di redditi di lavoro autonomo l'erogazione risulterebbe soggetta a ritenuta.

(16) Intendendosi per tale la "certezza giuridica del credito o del debito, giustificata dall'esistenza di un titolo produttivo di effetti giuridici al termine dell'esercizio, seppur suscettibile di variazioni in futuro" (F. Crovato, *L'imputazione a periodo nelle imposte sui redditi*, CEDAM, 1996, pag. 139).

contabilizzata. Tale paradigma va interpretato nel senso che gli elementi idonei a giustificare la certezza (e l'obiettivo determinabilità) dell'onere oggetto di indagine devono essersi manifestati alla data di chiusura dell'esercizio, pur venendo tale onere materialmente individuato e/o quantificato in un momento successivo (17). Esemplificando tale concetto e applicandolo al caso specifico dei *bonus*, qualora il *quantum* pattuito sia calcolato in funzione delle vendite realizzate in un dato esercizio, al termine di tale esercizio sussisteranno tutte le condizioni idonee a conferire certezza e obiettivo determinabilità a tale componente di reddito (essendo conoscibile l'ammontare delle vendite), seppur la stessa componente (per ovvi motivi) venga materialmente quantificata e registrata in contabilità in un momento successivo rispetto alla chiusura del periodo.

Anche le tematiche legate all'IVA e agli adempimenti del sostituto di imposta presentano profili di interesse. In particolare, quanto all'applicazione di eventuali ritenute alla fonte alle somme corrisposte dal mandante, la norma di interesse è l'art. 25-*bis*, comma 1, del D.P.R. n. 600/1973; l'ambito applicativo di tale disposizione, che da una prima lettura lascerebbe intendere soggette a ritenuta le sole somme corrisposte a titolo di provvigione (quindi, periodicamente e a fronte di attività dell'agente di natura commerciale), è stato esteso in occasione della ormai datata C.M. n. 24/8/845/1983. Nel documento, dopo un'elencazione delle principali fattispecie rilevanti, viene infatti chiarito che "la provvigione da assoggettare alla ritenuta è pertanto costituita [...] 6) da ogni altro compenso inerente all'attività prestata dagli anzidetti soggetti [*i.e.* gli agenti], ivi compresi i rimborsi spese relativi all'attività stessa ed escluse le somme ricevute a titolo di rimborso di spese anticipate per conto dei committenti, preponenti o mandanti". In virtù di tale interpretazione sembra quindi corretto includere nel novero delle erogazioni da assoggettare a ritenuta anche quanto dovuto a titolo di *start-up fee* ovvero di premio agli agenti mandatari, tanto più qualora tali somme siano (anche indirettamente) correlate o subordinate alle vendite e dunque facenti parte, in un certo senso, della remunerazione pattuita per l'attività (di mediazione,

Bonus e start-up fees a favore dell'agente impongono al redattore del bilancio qualche riflessione circa la presenza di eventuali obblighi di accantonamento.

intermediazione, procacciamento di affari ecc.) svolta (18).

Sempre in tema di *bonus* (ma analoghe considerazioni possono trarsi anche per le commissioni di *start-up*), il corretto inquadramento ai fini IVA delle somme percepite a tale titolo è stato

numerose volte oggetto del pronunciamento dei giudici di merito e di legittimità, in particolare nel settore dei concessionari di auto e nel settore pubblicitario. La domanda da porsi, alla luce della copiosa giurisprudenza sul tema, è duplice:

- se l'obbligazione sia ascrivibile ad un rapporto sinallagmatico, oppure se quanto erogato a titolo di *bonus* sia più correttamente qualificabile come vera e propria liberalità (dunque, fuori campo IVA, in quanto mera cessione di denaro);
- se nel premio pagato, in presenza di un rapporto caratterizzato da obbligazioni corrispettive, sia individuabile uno sconto, quindi una componente che incida direttamente sul prezzo della merce compravenduta (o del servizio prestato), ovvero un'operazione autonoma (quindi, da fatturare separatamente e con un proprio regime IVA).

Nel caso dei contratti di agenzia, in relazione ad entrambe le tipologie di erogazioni è possibile rispondere alla prima domanda concludendo per la configurabilità di un rapporto a prestazioni corrispettive (dunque, "in campo IVA"): si è infatti in presenza di un contratto (complesso, in un certo senso) composto da una pluralità di obbligazioni in capo alle parti ma comunque riferite e riferibili allo stesso rapporto economico da cui derivano obblighi per entrambi i contraenti (da un lato, la promozione delle vendite, dall'altro, il pagamento delle provvigioni, dei premi e delle

Note:

(17) In senso conforme anche la Corte di cassazione (Cass. nn. 869/5/2009, 2854/5/2012, 14798/6/2012, 19671/6/2013, 3484/5/2014 e 9080/5/2015).

(18) A differenza delle ritenute applicabili unicamente ai "soggetti IRPEF" in occasione della corresponsione dell'indennità di cessazione rapporto, in questo caso la trattenuta trova applicazione alla generalità dei contribuenti che agiscono come mediatori (anche qualora tale attività venga svolta in maniera occasionale e sia dunque idonea a produrre redditi diversi e non di impresa).

commissioni di *start-up*, comunque riferite all'attività promozionale svolta) (19).

Quanto al secondo argomento, si ritiene l'indagine del lettore non possa che prescindere da un puntuale esame delle disposizioni contrattuali che regolano l'erogazione dei premi, da leggersi alla luce del rapporto economico concretamente in essere tra le parti, al fine di valutare la sussistenza di un'autonoma obbligazione differente da quella "principale". A tale proposito, qualora il *bonus* abbia natura "quantitativa" potrebbe sostenersi che lo stesso altro non sia se non l'integrazione dei compensi erogati in relazione ad operazioni precedentemente effettuate (dunque, la rettifica in aumento del relativo imponibile e della relativa imposta) (20), rendendosi applicabile in tale evenienza la disciplina di cui all'art. 26, comma 1, del D.P.R. n. 633/1972 (e il medesimo regime IVA delle provvigioni, come una sorta di sconto "al contrario"). Diversamente, qualora sia individuabile una prestazione autonoma nelle clausole premiali, l'agente provvederà a fatturare separatamente il proprio compenso in applicazione dell'art. 3, comma 1, del D.P.R. n. 633/1972. La questione (a prima vista, avente natura meramente formale) potrebbe assumere particolare rilievo qualora il regime IVA delle due tipologie di prestazioni (cioè, le provvigioni e i premi) non sia univoco: si pensi, ad esempio, all'eventualità in cui le provvigioni rientrino nel campo di appli-

Anche le tematiche legate all'IVA e agli adempimenti del sostituto di imposta presentano profili di interesse.

cazione dell'art. 9, comma 1, n. 7, del D.P.R. n. 633/1972 (che dispone la non imponibilità IVA per i servizi di intermediazione relativi a beni in importazione e in esportazione), mentre i *bonus* nell'ordinaria applicazione dell'imposta, con la conseguenza che ascrivere il premio all'una o all'altra categoria di operazioni comporterebbe l'imponibilità o meno dello stesso ai fini IVA.

Note:

(19) Particolarmente significativo, sebbene relativamente al settore delle concessionarie di auto, quanto statuito dalla Comm. trib. reg. Emilia-Romagna nella sentenza n. 75/10/2011, che con intelligente precisione sintetizza il ragionamento qui sviluppato: "I *bonus* vengono erogati in corrispondenza di una prestazione di servizi resa dal concessionario al concedente all'interno di un rapporto contrattuale di concessione di vendita nella cui causa negoziale allo stesso modo devono trovare collocazione tanto il pagamento principale (in termini verosimilmente provvigionali) quanto quelli collaterali con varie finalità, dall'incentivazione, all'organizzazione, al premio. Tale soluzione, tra l'altro, si mostra perfettamente coerente proprio con un rapporto negoziale di natura sinallagmatica nel senso che tanto il rapporto principale quanto i suoi riflessi collaterali trovano una perfetta spiegazione in termini anche di reciproco vantaggio e arricchimento: è chiaro, infatti, che tanti più *bonus* verranno corrisposti quanti più affari verranno conclusi e ciò con reciproco beneficio e successo anche economico di tutte le parti interessate".

(20) Potrebbe immaginarsi, ad esempio, una clausola contrattuale che, al raggiungimento di un *target* di vendita annuo, incrementi la percentuale di provvigione spettante per le vendite realizzate in tale anno di una determinata aliquota percentuale.

Amministrazione & Finanza.

Oggi anche da PC, Tablet e Smartphone.

Registrati subito su www.edicolaprofessionale.com



Ammortamenti civilistici e fiscali: recupero dei disallineamenti

di Giulio Salvi (*)

Secondo un recente parere dell'Agenzia delle entrate, i disallineamenti tra le quote di ammortamento civilistiche e quelle fiscalmente deducibili devono essere "riassorbiti" nel primo periodo di imposta in cui vi sia "capienza" per la deduzione di un'ulteriore quota di ammortamento fiscale rispetto a quella imputata al conto economico dell'esercizio.

Premessa

L'Agenzia delle entrate, con la risposta n. 761 del 3 novembre 2021, è tornata a fornire chiarimenti in merito alle modalità di "recupero" dei disallineamenti tra i valori civilistici e i valori fiscali di taluni beni materiali ammortizzabili, secondo la corretta interpretazione degli artt. 102, comma 2, e 109, comma 4, del T.U.I.R.

In particolare, la fattispecie concreta analizzata nella citata risposta riguarda il caso in cui, con riferimento ad una determinata immobilizzazione materiale, si sia generato un disallineamento tra le quote di ammortamento civilistiche e quelle fiscalmente deducibili ai fini della determinazione del reddito d'impresa.

Secondo l'Agenzia delle entrate, la variazione in diminuzione ai fini IRES deve essere recuperata nel primo periodo di imposta in cui vi sia "capienza" per la deduzione di un'ulteriore quota di ammortamento fiscale, fino alla quota massima calcolata in applicazione delle aliquote tabellari previste dal D.M. 31 dicembre 1988.

Riferimenti normativi

L'art. 102, comma 2, del T.U.I.R., stabilisce che la deduzione delle quote di ammortamento è ammessa in misura non superiore a quella risultante dall'applicazione al costo dei beni dei coefficienti stabiliti con Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze e cioè con il D.M. 31 dicembre 1988 con il quale è stata

approvata la tabella dei coefficienti di ammortamento del costo dei beni materiali strumentali all'esercizio dell'impresa. Tali coefficienti sono stabiliti per categorie di beni omogenei in base al normale periodo di deperimento e consumo nei vari settori produttivi.

La deduzione delle quote di ammortamento è consentita nel rispetto del principio di previa imputazione al conto economico, di cui all'art. 109, comma 4, del T.U.I.R., in base al quale le spese e gli altri componenti negativi non sono ammessi in deduzione se e nella misura in cui non risultino imputati al conto economico relativo all'esercizio di competenza.

Dal combinato disposto delle citate disposizioni normative, si evince come il legislatore fiscale:

- abbia cautelativamente stabilito un limite massimo alla deducibilità annua delle quote di ammortamento delle immobilizzazioni materiali;
- abbia indirettamente fissato una "durata minima" del periodo di ammortamento fiscale del bene.

Tanto premesso, l'Agenzia delle entrate, in passato, aveva già avuto modo di fornire chiarimenti in merito alla problematica riguardante le modalità di "riassorbimento" della svalutazione delle immobilizzazioni materiali avente rilevanza solo civilistica (1).

Note:

(*) *Studio Legale Tributario EY*

(1) Cfr., a tale proposito, la circolare n. 26/E del 20 giugno 2012 e la risoluzione n. 98/E del 19 dicembre 2013.

Con la recente risposta n. 761/2021, la stessa Agenzia ha affermato che tali chiarimenti devono ritenersi applicabili anche ai disallineamenti scaturenti dalla diversa dinamica temporale dell'ammortamento civilistico rispetto a quello fiscale.

Svalutazioni aventi rilevanza solo civilistica

Un'impresa, nel corso dello svolgimento della propria attività, può trovarsi nella situazione di dovere svalutare, in tutto o in parte, alcuni beni (materiali o immateriali) strumentali all'esercizio dell'attività d'impresa, per effetto del verificarsi di perdite durevoli di valore.

Infatti, come prevede l'art. 2426, comma 1, n. 3, del Codice civile, l'immobilizzazione che, alla data della chiusura dell'esercizio, risulti durevolmente di valore inferiore rispetto al suo valore netto contabile deve essere iscritta a tale minore valore. Il minor valore non può essere mantenuto nei successivi bilanci se sono venuti meno i motivi della rettifica effettuata (2).

Le perdite durevoli di valore devono essere rilevate nel conto economico dell'esercizio nella voce B10, lett. c), "altre svalutazioni delle immobilizzazioni", mentre i ripristini di valore trovano collocazione nella voce A5 "altri ricavi e proventi".

Inoltre, adeguate informazioni devono essere fornite nella nota integrativa, parte integrante del bilancio di esercizio. In tal senso, l'art. 2427, comma 1, n. 3-bis, del Codice civile impone di indicare in tale documento la misura e le motivazioni delle riduzioni di valore applicate alle immobilizzazioni materiali e immateriali, facendo a tal fine esplicito riferimento al loro concorso alla futura produzione di risultati economici, alla loro prevedibile durata utile e, per quanto rilevante, al loro valore di mercato, con l'obbligo di segnalazione, altresì, delle differenze rispetto a quelle operate negli esercizi precedenti e di evidenziazione della loro influenza sui risultati economici dell'esercizio.

Nella nota integrativa si devono inoltre fornire informazioni sulle modalità di determinazione del valore recuperabile, con particolare riguardo:

- alla durata dell'orizzonte temporale preso a riferimento per la stima analitica dei flussi finanziari futuri;

- al tasso di crescita utilizzato per stimare i flussi finanziari ulteriori; e

- al tasso di attualizzazione applicato.

Se del caso, si devono fornire anche adeguate informazioni sulle tecniche utilizzate per la determinazione del *fair value* (3).

La società, ad ogni data di riferimento del bilancio di esercizio, deve valutare se esiste un indicatore che un'immobilizzazione possa avere subito una perdita durevole di valore.

A tal fine, occorre prendere in considerazione i seguenti indicatori (4):

a) il valore di mercato di un'attività è diminuito significativamente durante l'esercizio, più di quanto si prevedeva sarebbe accaduto con il passare del tempo o con l'uso normale dell'attività stessa;

b) durante l'esercizio si sono verificate, o si verificheranno nel futuro prossimo, variazioni significative con effetto negativo per la società nell'ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo in cui la società opera o nel mercato cui un'attività è rivolta;

c) nel corso dell'esercizio sono aumentati i tassi di interesse di mercato o altri tassi di rendimento degli investimenti ed è probabile che tali incrementi condizionino il tasso di attualizzazione utilizzato nel calcolo del valore d'uso di un'attività e riducano il valore recuperabile;

d) il valore contabile delle attività nette della società è superiore al loro *fair value* stimato dalla società;

e) l'obsolescenza o il deterioramento fisico di un'attività risulta evidente;

f) nel corso dell'esercizio si sono verificati significativi cambiamenti con effetto negativo sulla società, oppure si suppone che si verificheranno nel prossimo futuro, nella misura o nel modo in cui un'attività è utilizzata o ci si attende sarà utilizzata (5).

Note:

(2) Il ripristino di valore non è consentito per l'avviamento.

(3) Cfr. il Principio OIC n. 9 del dicembre 2016.

(4) Cfr. il citato Principio OIC n. 9.

(5) Tali cambiamenti possono includere le seguenti casistiche:

- l'attività diventa inutilizzata;

- sussistono dei piani di dismissione o di ristrutturazione del settore operativo al quale l'attività appartiene;

- sussistono piani di dismissione dell'attività prima della data prevista;

- viene ridefinita la vita utile dell'immobilizzazione;

- dall'informativa interna risulta evidente che l'andamento economico di un'attività è, o sarà, peggiore di quanto previsto.

Ammortamento

La sussistenza di un indicatore che un'attività possa avere subito una perdita durevole di valore potrebbe rendere opportuno rivederne la vita utile residua, il criterio di ammortamento o il valore residuo e rettificarli conformemente, a prescindere dal fatto che la perdita sia poi effettivamente rilevata.

Tanto premesso, l'Agenzia delle entrate, con la risoluzione n. 98/E/2013 ha fornito chiarimenti in merito alla problematica delle modalità di "riassorbimento", ai fini IRES e IRAP, della svalutazione delle immobilizzazioni materiali effettuata, ai soli fini civilistici, per recepire le perdite durevoli di valore a norma del citato art. 2426, comma 1, n. 3, del Codice civile.

Con la citata risoluzione si è precisato che la svalutazione può essere recuperata, ai fini IRES, deducendo delle quote di ammortamento più alte rispetto a quelle imputate al conto economico, attraverso l'effettuazione di variazioni in diminuzione nella dichiarazione annuale dei redditi. Le predette variazioni devono essere determinate nella misura massima consentita, pari alla differenza tra la quota di ammortamento fiscalmente deducibile (calcolata in base al coefficiente previsto dal D.M. 31 dicembre 1988) e la quota di ammortamento imputata al conto economico dell'esercizio.

Tale soluzione, da un lato, rispetta l'esigenza di cautela imposta dalla normativa fiscale, che è finalizzata a limitare la discrezionalità degli amministratori nella determinazione di componenti negativi di reddito deducibili e ad evitare la deduzione di quote di costo del bene strumentale in misura eccedente i limiti fiscali previsti dal richiamato Decreto ministeriale. Dall'altro lato, essa consente di "riassorbire", nel minor tempo possibile, il disallineamento tra valore civile e valore fiscale del bene strumentale generato dalla svalutazione di bilancio.

Coerentemente con tali conclusioni, il "riassorbimento" fiscale della svalutazione deve iniziare dall'esercizio in cui la stessa è stata contabilizzata; questo, ovviamente, a condizione che la quota di ammortamento contabile risulti inferiore a quella massima calcolata in applicazione del coefficiente previsto dal D.M. 31 dicembre 1988.

In altri termini, la deduzione del costo imputato a conto economico con la svalutazione e rinviata ai successivi esercizi deve essere effettuata obbligatoriamente, applicando l'art. 109,

comma 4, lett. a), del T.U.I.R., nella misura massima consentita dalla normativa fiscale, a partire dall'esercizio in cui si generano le condizioni per la sua deducibilità, in modo da evitare ogni possibile arbitraggio.

Per quanto riguarda le modalità del "riassorbimento" *de quo* ai fini IRAP, occorre premettere che l'art. 5, comma 1, del D.Lgs. n. 446 del 15 dicembre 1997 e successive modificazioni, dispone che, ai fini dell'assoggettamento ad IRAP delle società di capitali e degli enti commerciali, la base imponibile è determinata dalla differenza tra il valore e i costi della produzione di cui alle lett. a) e b) dell'art. 2425 c.c., con esclusione delle voci di cui ai numeri 9, 10, lett. c) e d), 12 e 13, così come risultanti dal conto economico.

In considerazione della circostanza che la citata disposizione normativa esclude espressamente la deducibilità ai fini IRAP della voce B10, lett. c), del conto economico, riferita alle svalutazioni delle immobilizzazioni materiali e immateriali, non concorrono a formare la base imponibile del tributo regionale i componenti negativi di reddito derivanti da fenomeni valutativi.

Diversamente, concorrono a formare la base imponibile IRAP gli ammortamenti delle immobilizzazioni immateriali e materiali di cui alla voce B10, lett. a) e b), del conto economico.

Tanto premesso, si deve ritenere che la svalutazione non dedotta ai fini IRAP si "riassorba" applicando il criterio di ammortamento contabile, ossia ripartendo il valore IRAP del bene (valore contabile residuo al lordo della svalutazione fiscalmente non dedotta) sulla base della vita utile residua. Di conseguenza, la quota di ammortamento deducibile ai fini IRAP è pari ad una quota dedotta per "derivazione", in quanto imputata al conto economico, e una quota dedotta attraverso una variazione in diminuzione nella dichiarazione IRAP.

Variazione della vita utile dei beni ammortizzabili

L'ammortamento è il procedimento attraverso il quale si ripartisce il costo pluriennale di un'immobilizzazione materiale sugli esercizi di competenza.

Secondo quanto dispone il Principio OIC n. 16 del dicembre 2016 e aggiornato con gli

emendamenti pubblicati il 29 dicembre 2017, il piano di ammortamento relativo ad un bene ammortizzabile deve essere periodicamente rivisto per verificare se sono intervenuti cambiamenti tali da richiedere una modifica delle stime effettuate nella determinazione della residua possibilità di utilizzazione. Se quest'ultima si è modificata, il valore contabile dell'immobilizzazione (valore originario al netto degli ammortamenti ed eventuali svalutazioni fino a quel momento effettuati), al tempo di tale cambiamento, deve essere ripartito sulla nuova vita utile residua del cespite.

Il cambiamento della vita utile dei cespiti ammortizzabili per avvenuti mutamenti nelle condizioni originarie di stima rientra tra i cambiamenti di stime contabili, come disciplinati dal Principio OIC n. 29 del dicembre 2016 e aggiornato con gli emendamenti pubblicati il 29 dicembre 2017.

Secondo il menzionato Principio OIC n. 29, le stime possono riguardare:

- a) le caratteristiche di elementi presenti alla data di bilancio; oppure
- b) l'evolversi di eventi futuri che potrebbero influenzare il valore da assegnare ad una determinata voce di bilancio.

Della seconda categoria può, ad esempio, far parte appunto la vita utile futura di un impianto produttivo o di un bene immateriale. Un cambiamento di stima può avere effetti sul solo esercizio in corso o anche sugli esercizi successivi. Se i cambiamenti di stima hanno effetto anche sugli esercizi successivi, le rettifiche conseguenti influenzano, per la parte di competenza, sia l'esercizio corrente sia quelli successivi. Un esempio è rappresentato dalla stima della vita utile residua di un cespite ammortizzabile. A titolo esemplificativo, si ipotizzi che, dopo 4 esercizi, ci si renda conto che un impianto, la cui vita utile era stata originariamente stimata in 10 esercizi, abbia in realtà una vita utile residua di soli 3 esercizi (e non più dei rimanenti 6 esercizi risultanti dalla stima precedente). In tal caso, il valore residuo (di 6/10 del costo originario) deve essere ammortizzato nei 3 successivi esercizi.

Orbene, come l'Agenzia delle entrate ha avuto modo di precisare nella risposta n. 761/2021, i principi espressi dalla citata risoluzione n. 98/E/2013 che, come si è osservato in precedenza, consentono di "riassorbire" il disallineamento derivante dalla svalutazione civilistica attraverso un incremento delle quote annue di

ammortamento fiscale (fino al limite massimo costituito dal coefficiente tabellare), devono valere - a maggior ragione - anche per il disallineamento scaturente dalla diversa dinamica temporale dell'ammortamento civilistico rispetto all'ammortamento fiscale.

Più dettagliatamente, nell'ipotesi di variazione della vita utile di un bene ammortizzabile, il periodo d'imposta in cui deve essere "riassorbito" il disallineamento tra l'ammortamento civilistico e quello fiscale eventualmente generatosi negli esercizi precedenti non è quello alla fine del processo di ammortamento civilistico ma, bensì, il primo periodo d'imposta in cui vi sia "capienza" per la deduzione di un'ulteriore quota di ammortamento fiscale, fino alla quota massima calcolata in applicazione delle aliquote tabellari.

Per una migliore comprensione di quanto si è affermato, si consideri il caso di un bene ammortizzabile il cui costo storico sia pari a 1.000 e la cui entrata in funzione avvenga il 1° gennaio dell'esercizio n. Si ipotizzi che il coefficiente di ammortamento civilistico, coincidente con quello fiscale, sia pari al 40%. Nel corso dell'esercizio n l'ammortamento civilistico sia effettuato con l'utilizzo del criterio del *pro-rata temporis* (cioè per 12 mesi) e, conseguentemente, la quota di ammortamento sia pari a 400 mentre, dal punto di vista fiscale, sia applicata la metà aliquota e, di conseguenza, la quota di ammortamento fiscale sia pari a 200. Il disallineamento tra la quota di ammortamento civilistico e quella fiscale dovrà essere gestito, in sede di dichiarazione annuale dei redditi relativa all'esercizio n, mediante una variazione in aumento pari a 200.

Si ipotizzi ora che, al termine dell'esercizio n+1, sia rivista la vita utile del cespite e sia applicata l'aliquota di ammortamento del 25%. La vita utile del cespite è pertanto rideterminata in 48 mesi rispetto agli originari 30 mesi. Ne consegue che residuano 36 mesi (48 mesi della nuova vita utile decurtata dei 12 mesi relativi all'esercizio n al completamento del processo di ammortamento). Dall'esercizio n+1 il valore contabile residuo del bene ammortizzabile pari a 600 - ossia al costo storico di 1.000 al netto della quota di ammortamento relativa all'esercizio n di 400 - dovrà essere ripartito sulla residua vita utile di 36 mesi. Ne discende che, per ciascuno degli esercizi n+1, n+2 e n+3, le quote annue di ammortamento imputate a conto economico sono pari a 200 (ossia $600/36 \times 12$). Tali quote

Ammortamento

annue di ammortamento, essendo inferiori a quelle risultanti dall'applicazione dell'aliquota tabellare al costo storico del cespite ammortizzabile ($1.000 \times 40\% = 400$) devono considerarsi fiscalmente deducibili.

A questo punto, ci si deve chiedere in quale momento debba essere "riassorbito" il disallineamento tra l'ammortamento civilistico e quello fiscale generatosi nell'esercizio n (per il quale si è operata la variazione in aumento di 200 in sede di dichiarazione annuale dei redditi).

Secondo la corretta interpretazione fornita dall'Agenzia delle entrate con la citata risposta n. 761/2021, tale "riassorbimento" deve avere luogo nel periodo d'imposta n+1, cioè nel primo periodo d'imposta in cui vi è "capienza" per la deduzione di un'ulteriore quota di ammortamento fiscale, fino alla quota massima calcolata in applicazione dell'aliquota

tabellare del 40% al costo storico (1.000) del bene ammortizzabile.

Al contrario, qualora nell'esercizio n+1 non fosse stata effettuata alcuna revisione della vita utile del cespite, il disallineamento di 200 generatosi nell'esercizio n avrebbe dovuto essere "riassorbito" solo alla fine del processo di ammortamento e cioè nell'esercizio n+2.

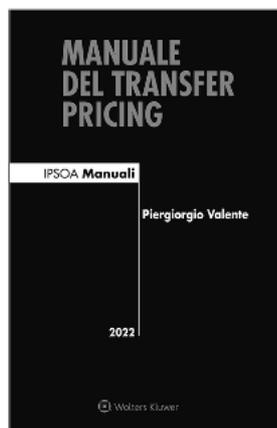
Infatti, in questa seconda ipotesi, la quota di ammortamento civilistica imputata a conto economico nell'esercizio n+1 sarebbe stata di 400 e il suo ammontare sarebbe coinciso esattamente con la quota di ammortamento fiscalmente deducibile ($1.000 \times 40\%$). Il primo esercizio utile per il "riassorbimento" del predetto disallineamento sarebbe stato l'esercizio n+2, caratterizzato dall'imputazione di una quota di ammortamento civilistica (200) inferiore a quella fiscalmente deducibile (400).

LIBRI

MANUALE DEL TRANSFER PRICING

di P. Valente

V Edizione, Ipsoa Editore, 2022, pagg. 3000, € 180,00



La V edizione del Manuale esamina le **rilevanti novità che hanno interessato la disciplina del transfer pricing sia in ambito internazionale che nell'ordinamento giuridico interno** e si caratterizza per gli approfondimenti riservati ad alcune tematiche specifiche, la cui trattazione si presenta quanto mai completa.

Vengono affrontati in maniera chiara e approfondita aspetti quali:

- gli oneri di documentazione sul transfer pricing previsti dalle linee guida sovranazionali e dalle disposizioni nazionali;
- le proposte di disciplina del transfer pricing nei Paesi in via di sviluppo;
- le procedure europee e internazionali per la risoluzione delle controversie;
- le modalità di determinazione del reddito da attribuire alla stabile organizzazione;

- i finanziamenti infragruppo;
- i metodi per la determinazione dei prezzi di trasferimento;
- i beni immateriali;
- i servizi infragruppo;
- l'analisi funzionale e l'analisi di comparabilità;
- il transfer pricing interno;
- le verifiche fiscali nel transfer pricing;
- i lavori su commessa;
- la contrattualistica intercompany.

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.shopwki.it**

La (non) tassazione dei dividendi derivanti da Paesi black list, l'esimente del tax rate effettivo

di Laura Diani (*) Antonio Salvatore (**) e Saverio Mantini (***)

La tassazione dei dividendi di fonte estera derivanti da partecipazioni in società di capitali residenti in Stati considerati a fiscalità privilegiata è stata modificata con l'introduzione dell'art. 47-bis del T.U.I.R., entrato in vigore il 1° gennaio 2019, per effetto dell'attuazione delle Direttive ATAD I e ATAD II. Più in particolare, l'art. 47-bis introduce una disciplina applicabile alle partecipazioni (dirette ovvero indirette) di controllo in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE, e una disciplina ad hoc applicabile alle partecipazioni di collegamento in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE. Per le partecipazioni di controllo il citato art. 47-bis stabilisce che il Paese dell'emittente si considera risiedere in territorio privilegiato nel caso in cui il tax rate effettivo estero risulti inferiore al 50% di quello cui sarebbero stati soggetti qualora residenti in Italia. In tale contesto, considerato che il test del tax rate potrebbe essere influenzato da perdite fiscali estere che in Italia non sono riconosciute, si ritiene che l'interpretazione data dall'Amministrazione finanziaria con la circolare n. 51/2010 debba trovare applicazione anche nel caso del test del tax rate previsto dall'art. 47-bis del T.U.I.R. Infatti, con la circolare suddetta l'Amministrazione finanziaria aveva statuito che le perdite maturate prima dell'entrata in vigore della modifica alla disciplina contenuta nell'art. 167 del T.U.I.R. non dovevano essere considerate nel calcolo. In altri termini, le perdite fiscali estere maturate nei periodi d'imposta anteriori all'introduzione di una nuova disciplina nonché quelle antecedenti all'acquisto del controllo della società, non devono essere considerate nel calcolo del tax rate estero (nel caso di specie ai sensi dell'art. 47-bis del T.U.I.R.) per ovvie ragioni di omogeneizzazione del calcolo stesso.

Premessa

La tassazione dei dividendi di fonte estera è stata da sempre oggetto di numerosi interventi normativi da parte del legislatore, considerata la sua importanza ai fini della pianificazione fiscale dei gruppi societari italiani ed esteri. In particolare, nel corso degli anni, numerosi sono stati gli interventi normativi volti alla tassazione dei dividendi derivanti da soggetti emittenti residenti in territori c.d. *black list*.

In linea generale, gli utili di fonte estera che derivano da partecipazioni in società di capitali residenti in Stati considerati a fiscalità

privilegiata sono imponibili per l'intero ammontare per il percipiente residente (art. 47, comma 4, e 89, comma 3, del T.U.I.R.). Tale tassazione integrale dei dividendi derivanti da Paesi *black list* viene meno in tutto o in parte qualora:

Note:

(*) *Responsabile fiscale d'azienda, Avvocato tributarista in PwC TLS*

(**) *Responsabile fiscale d'azienda, Avvocato tributarista in PwC TLS*

(***) *Responsabile fiscale d'azienda, Avvocato tributarista in PwC TLS*

- i dividendi siano già stati tassati per trasparenza sotto forma di reddito presso il socio residente ai sensi dell'art. 167 del T.U.I.R. (c.d. normativa *Controlled foreign companies*);

- sia stata data la dimostrazione che dalle partecipazioni non si è conseguito sin dall'inizio del periodo d'imposta l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori a regimi fiscali privilegiati (c.d. seconda esimente, art. 47-bis, comma 2, lett. b, del T.U.I.R.).

A condizione che le remunerazioni delle azioni siano totalmente indeducibili nella determinazione del reddito nello Stato estero di residenza del soggetto emittente.

Stati o territori privilegiati: l'evoluzione della normativa di riferimento

I criteri per individuare gli Stati o territori a fiscalità privilegiata sono stati oggetto di diversi interventi normativi da parte del legislatore nel corso degli anni.

Prima di soffermarsi sul contenuto dell'art. 47-bis del T.U.I.R., preme ricordare che sino al periodo in corso al 31 dicembre 2014, l'individuazione degli Stati e territori a regime fiscale privilegiato dipendeva dall'inclusione o meno del Paese estero, all'interno della lista di cui al D.M. 21 novembre 2001 (1).

A partire dal periodo in corso al 31 dicembre 2015, la Legge di stabilità 2015 ha ulteriormente modificato la disciplina in esame, stabilendo che l'individuazione degli Stati o territori a regime fiscale privilegiato avvenisse in base ad una lista contenente i Paesi con un livello di tassazione nominale inferiore al 50% di quello applicabile in Italia; precisando ulteriormente, che si consideravano privilegiati i regimi fiscali speciali, che consentivano un livello di tassazione inferiore al 50%, rispetto a quello applicabile in Italia. Il D.M. 30 marzo 2015 abrogava l'art. 3 del D.M. 21 novembre 2001 e cancellava dalla lista tre Stati (ovvero Filippine, Malesia e Singapore). Pochi mesi dopo il D.M. 18 novembre 2015 rimuoveva dalla citata lista "nera" il territorio di Hong Kong.

Successivamente, mediante le modifiche avvenute con la Legge di stabilità 2016 (2), venivano espressamente considerati privilegiati i Paesi

in cui il livello nominale di tassazione risultasse inferiore al 50% di quello applicabile in Italia per effetto anche della sussistenza di un regime speciale di tassazione.

Il legislatore, a partire dal 2015, ha rivisitato la struttura dell'art. 167, comma 4, in capo ai soggetti *extra*-UE (ovvero in capo ai soggetti residenti all'interno dello Spazio economico europeo "SEE", che non garantivano tuttavia un adeguato scambio di informazioni).

In particolare sulla base dei chiarimenti forniti dall'Amministrazione finanziaria all'interno della circolare n. 35/2016, si evidenzia che, ai fini dell'applicazione della disciplina CFC, i soggetti *extra*-UE erano soggetti non solo al comma 4 dell'art. 167 (*test* dell'aliquota nominale), ma anche al comma 8-bis (*test* della tassazione effettiva) (3) mentre le partecipate residenti all'interno dell'Unione Europea,

Note:

(1) Tale rimando, avveniva ad opera dell'art. 89, comma 3, del T.U.I.R., che richiamava espressamente l'art. 167, comma 4, del T.U.I.R., il quale a sua volta rimandava al Decreto ministeriale, concernente l'individuazione dei Paesi *black list*. Il sistema è rimasto inalterato fino al periodo in corso al 31 dicembre 2014, nonostante la Legge di stabilità 2008, avesse abrogato espressamente l'art. 167, comma 4, del T.U.I.R. E, infatti in seguito all'abrogazione della disposizione contenuta all'art. 167, comma 4, l'art. 89, comma 3, del T.U.I.R. veniva riscritto (ad opera della Finanziaria del 2008) in maniera tale da rimandare non più all'art. 167, comma 4, ma al neo introdotto art. 168-bis (poi abrogato ad opera dell'art. 10, comma 1, del D.Lgs. n. 147/2015), il quale individuava gli Stati e territori a regime fiscale privilegiato in base ad un Decreto di futura emanazione, che avrebbe dovuto contenere al suo interno la lista dei c.d. Paesi virtuosi (ovvero gli Stati o territori che consentivano un adeguato scambio di informazioni). In pratica avrebbero dovuto essere considerati *black list*, i Paesi non inseriti in tale Decreto.

Ad ogni modo nelle more della sua emanazione hanno continuato, comunque, ad applicarsi le disposizioni vigenti sino al 31 dicembre 2007 (si veda l'art. 1, comma 88, della Legge di stabilità 2008), che rinviavano all'elenco di cui al D.M. 21 novembre 2001.

(2) Si veda l'art. 1, comma 142, lett. b), della Legge di stabilità 2016: "b) All'articolo 167: (...) 2) il comma 4 è sostituito dal seguente: '4. I regimi fiscali, anche speciali di Stati o territori si considerano privilegiati laddove il livello nominale di tassazione risulti inferiore al 50 per cento di quello applicabile in Italia': (...)".

(3) Si veda la circolare n. 35/2016, pag. 42: "La formulazione del comma 8-bis è stata modificata per ragioni di coerenza con la nuova formulazione dell'articolo 167 del T.U.I.R. La modifica, in particolare, conferma che il comma 8-bis rimane rivolto sia agli Stati o territori diversi da quelli indicati nel comma 1 (ovvero ai soggetti *extra*-UE a cui non risulta applicabile il comma 4), sia agli Stati appartenenti all'Unione Europea e a quelli aderenti allo Spazio economico europeo".

ovvero dello SEE, rimanevano soggette alla normativa CFC solo se erano presenti le condizioni del comma 8-bis dell'art. 167 del T.U.I.R. (4).

L'art. 47-bis (5), entrato in vigore il 1° gennaio 2019, per effetto dell'attuazione della Direttiva UE 2016/1164 e della Direttiva UE 2017/952 (c.d. Direttive ATAD I e ATAD II) ha introdotto due nozioni per individuare gli

L'art. 47-bis, ha introdotto una disciplina applicabile alle partecipazioni (dirette ovvero indirette) di controllo in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE, e una disciplina ad hoc applicabile alle partecipazioni di minoranza in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE.

Stati a fiscalità privilegiata al fine di limitare l'applicazione della detassazione del dividendo al 95% in tutti i casi in cui l'investimento estero possa dar luogo a fenomeni legati all'erosione della base imponibile.

Più in particolare, l'art. 47-bis introduce una disciplina applicabile alle partecipazioni (dirette ovvero indirette) di controllo in società diverse da quelle residenti

nell'Unione Europea ovvero dello SEE, e una disciplina *ad hoc* applicabile alle partecipazioni di collegamento in società diverse da quelle residenti nell'Unione Europea ovvero dello SEE.

Il differente trattamento per le società di cui si detiene il controllo *ex art.* 2359 c.c. o il collegamento risponde a due esigenze semplificatorie:

- *in primis* rendere uniformi i *test* contenuti nell'art. 167 del T.U.I.R. (c.d. disciplina CFC) e quelli di cui all'art. 47-bis in tema di partecipazioni di controllo; e

- semplificare il *test* in capo alle partecipate non di controllo, basando lo stesso unicamente sul raffronto delle aliquote nominali in vigore nei diversi Paesi.

Per le partecipazioni di controllo, il citato art. 47-bis il Paese dell'emittente si considera risiedere in territorio privilegiato nel caso in cui il *tax rate* effettivo estero (6) risulti inferiore al 50% di quello cui sarebbero stati soggetti qualora residenti in Italia (7); tale raffronto, come previsto dall'art. 5, lett. d), del Provvedimento n. 143239/2016 emesso dall'Agenzia delle entrate, va operato, considerando unicamente

Note:

(4) In realtà nonostante tale esclusione non sia stata operata a partire dal 2015, si riteneva che già con riferimento a quest'ultimo esercizio, fossero escluse dalla disciplina (per ragioni logico sistematiche e di compatibilità con i principi dell'ordinamento europeo) i Paesi residenti all'interno dell'Unione Europea, ovvero dello SEE, che garantissero un adeguato scambio di informazioni (si veda la circolare n. 35/2016, pag. 18).

(5) Si riporta il contenuto della norma in esame: "1. I regimi fiscali di Stati o territori, diversi da quelli appartenenti all'Unione Europea ovvero da quelli aderenti allo Spazio economico europeo con i quali l'Italia abbia stipulato un accordo che assicuri un effettivo scambio di informazioni, si considerano privilegiati:

a) nel caso in cui l'impresa o l'ente non residente o non localizzato in Italia sia sottoposto a controllo ai sensi dell'articolo 167, comma 2, da parte di un partecipante residente o localizzato in Italia, laddove si verifichi la condizione di cui al comma 4, lettera a), del medesimo articolo 167;

b) in mancanza del requisito del controllo di cui alla lettera a), laddove il livello nominale di tassazione risulti inferiore al 50% di quello applicabile in Italia. A tali fini, tuttavia, si tiene conto anche di regimi speciali che non siano applicabili strutturalmente alla generalità dei soggetti svolgenti analoghe attività dell'impresa o dell'ente partecipato, che risultino fruibili soltanto in funzione delle specifiche caratteristiche soggettive o temporali del beneficiario e che, pur non incidendo direttamente sull'aliquota, prevedano esenzioni o altre riduzioni della base imponibile idonee a ridurre il prelievo nominale al di sotto del predetto limite e sempreché, nel caso in cui il regime speciale riguardi solo particolari aspetti dell'attività economica complessivamente svolta dal soggetto estero, l'attività ricompresa nell'ambito di applicazione del regime speciale risulti prevalente, in termini di ricavi ordinari, rispetto alle altre attività svolte dal citato soggetto.

Ai fini dell'applicazione delle disposizioni del presente testo unico che fanno riferimento ai regimi fiscali privilegiati di cui al comma 1, il soggetto residente o localizzato nel territorio dello Stato che detenga, direttamente o indirettamente, partecipazioni di un'impresa o altro ente, residente o localizzato in Stati o territori a regime fiscale privilegiato individuati in base ai criteri di cui al comma 1, può dimostrare che:

- il soggetto non residente svolga un'attività economica effettiva, mediante l'impiego di personale, attrezzature, attivi e locali;

- dalle partecipazioni non consegua l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori a regime fiscale privilegiato di cui al comma 1.

Ai fini del comma 2, il contribuente può interpellare l'Amministrazione ai sensi dell'articolo 11, comma 1, lettera b), della Legge 27 luglio 2000, n. 212".

Note:

(6) L'art. 3 (ai punti 1 e 2) del Provvedimento n. 143239/2016 (emanato dall'Agenzia delle entrate) dispone che "nella determinazione della tassazione effettiva estera rilevano esclusivamente le imposte sul reddito dovute nello Stato di localizzazione, al lordo di eventuali di crediti di imposta per i redditi prodotti in Stati diversi da quello di insediamento"; "qualora tra lo Stato di localizzazione della controllata e l'Italia sia in vigore una Convenzione contro le doppie imposizioni, le imposte sul reddito sono quelle ivi individuate nonché quelle di natura identica o analoga che siano intervenute successivamente in sostituzione di quelle individuate nella medesima Convenzione".

(7) Come previsto infatti all'interno dell'art. 4 del Provvedimento n. 143239/2016 (emanato dall'Agenzia delle entrate) "per calcolare la tassazione virtuale domestica rilevano l'IRES e le sue eventuali addizionali".

le variazioni fiscali di natura permanente (8). Nello specifico, risultano irrilevanti le variazioni non permanenti della base imponibile, con riversamento certo e predeterminato in base alla legge o per piani di rientro (ad esempio, gli ammortamenti).

Per le partecipazioni di collegamento l'art. 47-bis del T.U.I.R. considera *black list* il Paese dell'emittente laddove il livello nominale di tassazione risulti inferiore al 50% di quello applicabile in Italia.

Esimente del tax rate effettivo per evitare la tassazione integrale dei dividendi

Come sopra anticipato, in caso di dividendi provenienti da Paesi a fiscalità privilegiata, quest'ultimi sono integralmente tassati in Italia a meno che il contribuente dimostri che dalle partecipazioni non si consegua l'effetto di localizzare i redditi in Stati o territori a fiscalità privilegiata (cfr. art. 47-bis, comma 2, lett. b, del T.U.I.R.).

Infatti, ci si riferisce a tale aspetto ed al calcolo del *tax rate* effettivo per le partecipate di controllo, al fine di dimostrare l'esimente di cui alla lett. b) del comma 2 dell'art. 47-bis, un aspetto di grande criticità, legato al calcolo, afferisce alla gestione delle perdite fiscali riportabili della società controllata estera; lo *stock* di perdite riportabili, infatti, è destinato a ridurre, ovvero ad azzerare la base imponibile estera (nonostante le modalità di tassazione possano essere pressoché simili a quelle esistenti in Italia), potendo determinare quindi il mancato superamento del *test*.

Infatti, ci si potrebbe trovare nella situazione che la società estera controllata da soggetto italiano, non CFC (magari per mancanza del rispetto di 1/3 di *passive income*), abbia perdite fiscali pregresse *ante* 2019 (quindi, *ante* modifica normativa) che potrebbero essere utilizzate nel Paese di residenza per il calcolo delle imposte locali, ma non utilizzate nel calcolo del *tax rate* domestico perché senza alcuna rilevanza in Italia.

Ciò detto, avendo il legislatore introdotto con l'art. 47-bis, a partire dal 2019 a livello

Un aspetto di grande criticità, legato al calcolo della tassazione effettiva, afferisce alla gestione delle perdite fiscali riportabili della società controllata estera e formate in esercizi precedenti al 2019 ovvero all'anno a partire dal quale si è introdotto per le società controllate non residenti il *test* dell'*effective tax rate*.

generalizzato per qualsiasi controllata non residente al di fuori della UE il *test* dell'*effective tax rate* per qualificare la natura *black* o *white* dei dividendi da quest'ultimi distribuiti a soggetto residente, sono sorte difficoltà per l'operatore relativamente alla gestione delle perdite fiscali pregresse prodotte dalla controllata estera.

Qualora infatti si desse rilevanza alle perdite fiscali pregresse estere

ai fini del calcolo di entrambi i *tax rate*:

- il *tax rate* estero sarebbe pari a zero fino a compensazione delle perdite pregresse;
- il socio residente dovrebbe rideterminare secondo le disposizioni domestiche, i redditi e quindi le perdite conseguiti dalla controllata estera dei periodi d'imposta pregressi all'applicazione nei suoi confronti del citato comma 8-bis. Solo in questo modo infatti tali perdite potrebbero rilevare ai fini del calcolo del *tax rate* domestico.

È comprensibile come, operativamente, tale strada non sia facile da percorrere in quanto l'operatore si potrebbe trovare a dover rideterminare il reddito secondo le disposizioni italiane di annualità pregresse.

Sul punto, l'Amministrazione finanziaria con la circolare n. 51/2010, a commento della disciplina CFC allora vigente, *ante* modifiche normative valide a partire dall'esercizio 2019, ha statuito che le perdite maturate prima dell'entrata in vigore della modifica alla disciplina contenuta nell'art. 167 del T.U.I.R. (che introduceva il comma 8-bis, e quindi la predisposizione dell'*effective tax rate test*), e del controllo della società estera, non dovevano essere considerate nel calcolo.

In altri termini, le perdite fiscali estere maturate nei periodi d'imposta anteriori all'introduzione di tale disciplina nonché quelle antecedenti all'acquisto del controllo, non dovevano essere considerate nel calcolo del

Nota:

(8) Si evidenzia che sul sito dell'Agenzia delle entrate è stata pubblicata una circolare "in bozza" sulla disciplina CFC unitamente ad uno schema di Provvedimento che dovrebbe avere effetto sostitutivo di quello citato.

tax rate estero per ovvie ragioni di omogeneizzazione del calcolo (9).

Viceversa, le perdite fiscali realizzate nel periodo d'imposta in cui entrava in vigore tale modifica normativa all'art. 167 T.U.I.R. ovvero dall'esercizio in essere al 31 dicembre 2010, unitamente al requisito dell'acquisizione del controllo della società estera, dovevano essere prese in considerazione ai fini dell'effettuazione del *test dell'effective tax rate*, e tracciate quindi all'interno della dichiarazione dei redditi (come se si trattasse di perdite riportabili maturate dal soggetto controllante) (10), al fine di omogeneizzare il conteggio per le annualità successive.

Inoltre, con la circolare n. 23/2011, l'Amministrazione finanziaria ha precisato che nel caso di cessione infragruppo della controllata estera, qualora l'ultimo socio di controllo residente non cambi, le perdite fiscali estere e quelle "virtuali" domestiche sono da considerare valide ai fini del calcolo del suddetto *test*.

Ad oggi, in mancanza di un chiarimento di prassi esplicito sul comportamento da seguire ai fini dell'applicazione dell'art. 47-bis T.U.I.R., potrebbe sostenersi che le perdite fiscali estere, maturate sino all'esercizio in corso al 31 dicembre 2018, non rilevino ai fini del calcolo della tassazione effettiva estera, così come era stato precisato dalla citata circolare a seguito della modifica del regime CFC avvenuta nel 2010 che ha introdotto il comma 8-bis estendendo l'applicazione della normativa CFC anche ai soggetti UE.

Conclusioni

Alla luce di quanto sopra riportato, sembra ragionevole sostenere che anche ai fini del calcolo del *tax rate* effettivo di cui all'art. 47-bis così come in vigore dal 2019, siano applicabili le indicazioni fornite dall'Amministrazione finanziaria nella circolare n. 51/2010 che aveva previsto la non rilevanza delle perdite fiscali *ante* modifica normativa di cui all'art. 167, comma 8-bis, del T.U.I.R., in quanto in caso contrario avremmo avuto una non omogeneizzazione nel calcolo del *tax rate* effettivo. Al fine di eliminare qualsiasi incertezza interpretativa sarebbe auspicabile un intervento di prassi che chiarisse in modo definitivo tale aspetto, in quanto in caso contrario, evidenti sono le ripercussioni negative in capo ai

contribuenti che si troverebbero a non poter dimostrare l'esimente di cui alla lett. b) del comma 2, dell'art. 47-bis in presenza di perdite fiscali rilevanti solo nel Paese estero ed indipendentemente dal fatto che si è di fronte ad un Paese a fiscalità privilegiata.

Note:

(9) Si veda la circolare dell'Agenzia delle entrate n. 51/2010, pag. 26: "In sede di prima applicazione della disciplina in esame, per ragioni di semplificazione e omogeneità dei termini di confronto, si ritiene opportuno - sempre ai fini della determinazione dell'*effective tax rate* estero - non considerare le perdite fiscali 'estere' maturate antecedentemente all'entrata in vigore della 'nuova' disciplina CFC (c.d. sterilizzazione delle perdite pregresse). A regime, avranno rilevanza quelle maturate dal primo periodo di applicazione della 'nuove' disposizioni, cioè per i contribuenti con periodo d'imposta coincidente con l'anno solare, a decorrere dal 2010. Ciò ovviamente nel presupposto che a tale data il contribuente residente abbia il controllo della società estera. Al di fuori di tale fattispecie, rilevano le perdite maturate dalla partecipata estera a decorrere dal periodo d'imposta in cui il contribuente italiano acquista il controllo della medesima società. Pertanto, se il requisito del controllo sussiste dal 2014, ai fini in esame, vanno considerate solo le perdite maturate dalla partecipata estera a decorrere da tale periodo d'imposta".

(10) Le perdite virtuali domestiche andrebbero esposte di preciso all'interno della Sezione II-C del Quadro FC del Modello Redditi SC.

CODICE TRIBUTARIO 2021

Tutte le norme su:

- **TUIR**
- **IVA, IRAP, IMU, TARI** e altri tributi locali
- **Registro, Ipotecarie catastali, Bollo, Successioni e imposte indirette**
- **accertamento e riscossione**
- **contenzioso tributario**
- **Bilancio, società e Revisione legale**

Aggiornato con Legge di Bilancio 2021, Milleproroghe; Decreto Sostegni, proroghe e sospensioni dei termini di adempimenti.



Il ruolo dell'Organo di controllo nella composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa

di Cristian Sagaramella (*) Michele Carminati (**) e Erika Andreani (***)

L'Organo di controllo svolge un ruolo preminente nell'istituto di nuovo conio della composizione negoziata per la risoluzione della crisi di impresa, che si snoda nel duplice compito: (i) di segnalare tempestivamente all'Organo amministrativo la sussistenza dei presupposti per la nomina dell'esperto; nonché (ii) di vigilare il medesimo Organo amministrativo sull'andamento delle trattative. Svoltata una preliminare, breve digressione sul contesto socio-economico in cui la normativa viene a innestarsi e sulla figura dell'esperto, assume rilievo analizzare gli specifici comportamenti che deve adottare l'Organo di controllo ai sensi della nuova disposizione (i.e. art. 15) in combinato disposto con le norme civilistiche ad esso relative, così come declinate dalla giurisprudenza attestata in materia.

Il contesto socio-economico della riforma

La procedura di composizione negoziata per la soluzione della crisi di impresa (la "composizione negoziata") disciplinata dal D.L. n. 118/2021 convertito con modifiche in Legge n. 147/2021 (il "Decreto"), entrato in vigore lo scorso 15 novembre 2021 investe, nell'emersione della crisi di impresa, di un ruolo preminente l'Organo di controllo (e cioè, nelle S.p.A., il Collegio sindacale del sistema tradizionale, il Consiglio di sorveglianza del sistema dualistico e il Comitato per il controllo sulla gestione del sistema monistico; nelle S.r.l., il Collegio sindacale o il sindaco unico).

In data 28 settembre 2021 è stato emanato il Decreto dirigenziale del Direttore generale degli affari interni (il "Decreto dirigenziale"), di cui si fa espressa menzione all'art. 3, comma 2, del Decreto, il quale riporta in allegato il documento avente ad oggetto la disciplina di dettaglio relativa:

- al test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento disponibile *on line*, cfr. Sezione I;
- alla *check list* (lista di controllo) particolareggiata per la redazione del piano di risanamento e per l'analisi della sua coerenza, cfr. Sezione II;

- al protocollo di conduzione della composizione negoziata, cfr. Sezione III;
 - alla formazione degli esperti, cfr. Sezione IV;
 - alla piattaforma telematica, cfr. Sezione V.
- Prima di esaminare nello specifico il tema di cui alla presente trattazione appare opportuno porre attenzione al contesto socio-economico in cui la procedura di composizione negoziata viene ad innestarsi, ovvero sia un contesto caratterizzato dagli enormi effetti negativi sul tessuto economico sociale del Paese causati dalla pandemia SARS-COV-2 e che ha, di conseguenza, portato il legislatore a regolamentare, nell'ambito della disciplina della crisi di impresa, un nuovo strumento normativo di cui possono avvalersi gli imprenditori, che si affianca a quelli tradizionali della Legge fallimentare.

Nella relazione illustrativa al disegno per la conversione in legge del Decreto si osserva che le misure di sostegno alle imprese di natura economico-finanziaria e in ambito societario e fiscale, regolamentate dalla

Note:

(*) Partner, PwC - TLS

(**) Senior Manager, PwC - TLS

(***) Senior Manager, PwC - TLS

normativa emergenziale nel corso del 2020, hanno certamente mitigato gli effetti pregiudizievoli della pandemia alla continuità aziendale delle imprese. Senonché, tenuto conto del carattere straordinario di tali interventi, che in quanto tali non possono avere una durata *sine die*, si è posta l'esigenza di individuare un nuovo impianto normativo che, caratterizzato da prerogative di volontarietà e riservatezza, possa costituire un concreto supporto alle imprese nel mutato contesto causato dalla crisi pandemica, all'indomani dell'esaurimento degli effetti di salvaguardia derivanti dai predetti interventi di sostegno emergenziali.

In proposito sia le norme di cui al Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (di seguito CCII) sia quelle della Legge fallimentare sono state ritenute inidonee a costituire degli efficaci strumenti di tutela per le imprese per il superamento della situazione di tensione finanziaria o di conclamata crisi causate dalla pandemia:

(i) quanto alla disciplina del CCII, è stato evidenziato che la portata fortemente innovativa dell'istituto dell'allerta interna ed esterna e la sua complessità avrebbero potuto sortire, con particolare riferimento alle piccole e medie imprese, degli effetti contrari a quello di una fuoriuscita dalla situazione di pre-crisi, crisi o di insolvenza reversibile, in un contesto, quale quello causato dalla emergenza pandemica, che oggi richiede necessariamente un approccio graduale nella adozione di nuove regole di *governance* e controllo, considerato altresì il deciso e radicale cambio culturale di cui tali regole sono portatrici e di cui la classe imprenditoriale della piccola e media impresa italiana dovrà farsi carico.

Nella direzione di un deciso cambio culturale nella gestione della impresa è sicuramente da leggere l'entrata in vigore (a partire dal trentesimo giorno successivo alla data di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, *i.e.* 14 febbraio 2019, del CCII), dell'art. 375 del CCII che, nel novellare l'art. 2086 c.c., impone alle imprese di istituire "un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale [...]" con ciò connotando tali assetti di una ulteriore specifica finalità e

scopo aventi ad oggetto la capacità dell'impresa di individuare e captare per tempo gli indizi della crisi.

Nella direzione, invece, di un approccio graduale verso la debita e imprescindibile presa di coscienza da parte degli imprenditori dei fatti, dei fenomeni e degli eventi che possono portare la propria azienda ad una situazione di crisi e/o di dissesto, è da leggere la decisione del legislatore dell'emergenza pandemica di prevedere, nell'ambito dello stesso intervento normativo di cui al Decreto, non solo il nuovo istituto della composizione negoziata (caratterizzato, come vedremo nel seguito da una maggiore riservatezza e autonomia decisionale, rispetto al rigido sistema dell'allerta di cui al CCII), ma anche:

- il rinvio del CCII al 16 maggio 2022 e dell'intero sistema dell'allerta al 31 dicembre 2023 (1); e di converso
- l'entrata in vigore dal giorno successivo alla pubblicazione in Gazzetta Ufficiale del Decreto delle misure di cui agli artt. 20 e 23 ivi disciplinate, aventi ad oggetto le modifiche alla Legge fallimentare e ulteriori misure atte ad agevolare la soluzione concordata della crisi (2);

Note:

(1) Sempre nell'ottica di non pregiudicare le possibilità di risanamento delle imprese colpite dagli effetti negativi della pandemia è da leggere l'art. 5, comma 14, del D.L. 22 marzo 2021, n. 41, convertito, con modificazioni, dalla Legge 21 maggio 2021, n. 69 che ha disposto il rinvio della c.d. allerta esterna.

(2) Ci si riferisce, *inter alia*, alla possibilità per il Tribunale di omologare il concordato preventivo anche in caso di mancata adesione da parte dell'Amministrazione finanziaria o dei gestori di forme di previdenza e assistenza obbligatorie (cfr. art. 182-bis, comma 4, l.f.), la possibilità di modificare il piano in caso di accordo di ristrutturazione già omologato (cfr. art. 182-bis, comma 8, l.f.) nonché quella di provvedere al pagamento delle retribuzioni delle mensilità antecedenti al deposito del ricorso ai lavoratori addetti alla attività di cui si prevede la continuazione (cfr. art. 182-quinquies, comma 5, l.f.), alla possibilità di provvedere alla regolare prosecuzione dei contratti di mutuo con garanzia ipotecaria sui beni funzionali alla continuità aziendale qualora capienti rispetto al credito garantito (cfr. art. 182-quinquies, comma 5, l.f.), e ancora ai c.d. accordi ad efficacia estesa (cfr. 182-septies l.f.), accordi di moratoria, oggi estesi ai crediti di qualsiasi natura (cfr. art. 182-octies l.f.) e accordi agevolati (cfr. art. 182-novies l.f.). Sempre con il fine di incentivare la soluzione negoziata delle crisi, con particolare riferimento a quelle presumibilmente innescate dalla pandemia in corso, vengono adottati interventi con i quali:

- si estende al 31 dicembre 2022 l'orizzonte temporale entro il quale è consentito all'imprenditore in crisi di uscire dalla fase introdotta con il ricorso c.d. in bianco o "con riserva" ai sensi

(segue)

(ii) quanto Legge fallimentare e agli strumenti da essi disciplinati, è stata posta in evidenza la sua incapacità ad accogliere le istanze di rilevazione tempestiva della crisi e di adozione delle misure più efficaci per la salvaguardia della continuità aziendale, atteso il contesto industriale ed economico profondamente diverso da quello attuale, in cui la stessa Legge fallimentare è venuta a maturazione, sebbene nel corso del tempo sia stata interessata da numerosi interventi di riforma. Basti pensare alla natura prevalentemente giudiziale degli istituti del concordato preventivo e del fallimento su cui è incentrata maggiormente la Legge fallimentare.

Il mantenere la disciplina della Legge fallimentare, espone, peraltro, lo Stato italiano alla procedura di infrazione di cui agli artt. 258 ss. de Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea in quanto si tratta di normativa non in linea con la Direttiva UE 2019/1023 (concernente "i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione, e che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132 (Direttiva sulla ristrutturazione e sull'insolvenza)" (la "Direttiva UE").

In merito alle disposizioni della Direttiva UE, si osserva che le stesse dovranno essere recepite entro il 17 luglio 2022, termine massimo di cui ha beneficiato l'Italia, a seguito della richiesta di differimento trasmessa alla Commissione europea (3), rispetto al termine originario del 17 luglio 2021.

Il rinvio dell'entrata in vigore del CCII al 16 maggio 2022 disposto con l'art. 1 del Decreto consente di recepire entro il suddetto termine le previsioni della Direttiva UE non accolte nel CCII, nel rispetto del termine di cui all'art. 31, comma 1, della Legge n. 234/2012 (4) (avente ad oggetto le "Norme generali sulla partecipazione dell'Italia alla formazione e all'attuazione della normativa e delle politiche dell'Unione Europea"), tenuto altresì conto che la stessa Direttiva UE è sopravvenuta al CCII e alla quale, pertanto, lo stesso non è del tutto conforme.

Non va sottaciuto ad ogni modo che, per espressa ammissione del legislatore nella predetta relazione illustrativa al disegno di legge per la conversione in legge del Decreto, il rinvio

al 31 dicembre 2023 del Titolo II del medesimo CCII (come è noto relativo alle procedura di allerta) è volto ad una loro riconsiderazione (oltre che ad una esigenza di allineamento ai tempi di rinvio del sistema dell'allerta esterna previsti con la modifica dell'art. 15 del CCII disposta con il summenzionato D.L. n. 41/2021, convertito, con modificazioni, in Legge n. 69/2021), alla luce di quelli che saranno gli impatti in termine di efficacia della composizione negoziata nel sistema produttivo del Paese.

Emerge di tutta evidenza che il sistema dell'allerta previsto dal CCII è oggi connotato da una evidente incertezza a fronte della quale non può escludersi un suo complessivo ripensamento proprio alla luce dei riscontri che sarà possibile registrare dall'utilizzo dell'istituto della composizione negoziata (5).

Note:

(continua nota 2)

dell'art. 161, comma 6, l.f. ricorrendo al piano attestato di cui all'art. 67, comma 3, lett. d), l.f.;

- sino al permanere dello stato di emergenza pandemica, il termine di cui all'art. 161, comma 6, l.f. per il deposito della domanda di concordato preventivo c.d. piena o dell'accordo di ristrutturazione potrà essere concesso nella misura massima anche in pendenza di istanza di fallimento;

- si sancisce l'improcedibilità, fino 31 dicembre 2021, dei ricorsi per la risoluzione del concordato preventivo e i ricorsi per la dichiarazione di fallimento proposti nei confronti di imprenditori che hanno presentato domanda di concordato preventivo con continuità aziendale ai sensi dell'art. 186-bis l.f. chesia stato omologato in data successiva al 1 gennaio 2019.

(3) Oltre all'Italia, beneficiano del suddetto termine sino al 17 luglio 2020, Danimarca, Irlanda, Lettonia, Slovenia, Irlanda, Repubblica Ceca, Finlandia e Cipro.

(4) L'art. 31, comma 1, della Legge n. 234/2012 così dispone: "In relazione alle deleghe legislative conferite con la legge di delegazione europea per il recepimento delle Direttive, il governo adotta i Decreti legislativi entro il termine di due mesi antecedenti a quello di recepimento indicato in ciascuna delle Direttive; per le Direttive il cui termine così determinato sia già scaduto alla data di entrata in vigore della legge di delegazione europea, ovvero scada nei tre mesi successivi, il governo adotta i Decreti legislativi di recepimento entro tre mesi dalla data di entrata in vigore della medesima legge; per le Direttive che non prevedono un termine di recepimento, il governo adotta i relativi Decreti legislativi entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore della legge di delegazione europea".

(5) S. Ambrosini, "Il (doppio) rinvio del CCII: quando si scrive 'differimento' e si legge 'ripensamento'", in *Ristrutturazioni Aziendali* del 22 settembre 2021.

Brevi cenni sulla figura dell'esperto

La natura negoziale e privatistica dell'istituto prevede l'esperto indipendente quale figura chiave che, nell'ambito della composizione negoziata, avrà il compito di portare l'impresa, su impulso dell'imprenditore (6), al suo risanamento (l'"esperto").

Ai sensi dell'art. 2 del Decreto, l'imprenditore commerciale e agricolo, senza limiti o requisiti dimensionali che si trova in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che ne rendono probabile la crisi o l'insolvenza, può chiedere al segretario generale della Camera di commercio, nel cui ambito territoriale ha sede l'impresa la nomina dell'esperto qualora risulti ragionevolmente perseguibile il risanamento dell'impresa.

È opportuno precisare che l'istanza di nomina dell'esperto non apre il concorso dei creditori e non determina alcuno spossessamento del patrimonio dell'imprenditore, il quale mantiene la gestione ordinaria e straordinaria dell'impresa pur sempre nella prospettiva di non pregiudicare con la sua condotta i creditori.

All'esperto viene affidato il compito di agevolare le trattative tra l'imprenditore, i creditori e le altre parti interessate, al fine di individuare una soluzione idonea al risanamento della impresa che potrà essere raggiunto anche mediante il trasferimento dell'azienda o di rami di essa.

Ponendosi in una posizione di terzietà ed indipendenza rispetto all'imprenditore (cfr. art. 4 del Decreto), nella sua attività volta ad agevolare il dialogo tra l'imprenditore e tutte le parti interessate con la finalità di perseguire l'effettivo risanamento della impresa, l'esperto dovrebbe creare quel necessario affidamento a tutela dei creditori e i soggetti coinvolti circa l'assenza di intenti fraudolenti dell'imprenditore.

Speculare al ruolo terzo ed imparziale dell'esperto dovrà essere la condotta dei creditori istituzionali, quali banche, intermediari finanziari e i loro mandatari, nonché cessionari dei loro crediti, i quali, ai sensi dell'art. 4, comma 4, del Decreto, saranno tenuti a partecipare alle trattative in modo attivo, anche in considerazione della

rilevante circostanza (attese peraltro le disposizioni normative di settore) (7), per la quale, ai sensi del citato art. 4, comma 4, del Decreto (cfr. secondo capoverso), l'accesso alla composizione negoziata non

Note:

(6) Di qui il connotato volontaristico dell'istituto della composizione negoziata, rispetto al sistema dell'allerta di cui al CCII che prevede, in caso di segnalazione (da parte dell'Organo di controllo e/o del revisore, c.d. allerta interna, o dei creditori pubblici qualificati, c.d. allerta esterna) e di mancato o inadeguatezza del riscontro fornito dall'imprenditore, l'obbligo di attivare l'OCRI.

(7) Si veda A. Guiotto, "Il finanziamento bancario e i rapporti tra banca e impresa", in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, n. 10/2021, IPSOA, pag. 29 ss: "Questi concetti, di carattere generale, sono rilevanti ai fini dell'accesso al credito da parte delle imprese anche in considerazione del classamento dei crediti bancari, imposto dal medesimo Principio contabile IFRS 9, in tre categorie ('stage', o anche 'bucket') caratterizzate da differenti profili di rischio e da diverse possibilità di accesso a nuovo credito, ove il passaggio di un credito da uno stage all'altro avviene in funzione delle modifiche del rischio di credito dell'attività finanziaria. Così, se al momento dell'apertura del rapporto i crediti bancari vengono collocati in stage 1, ove le perdite attese sono calcolate con riferimento a un orizzonte temporale di 12 mesi, per i crediti riferiti allo stage 2, dove sono classificate le attività finanziarie che abbiano subito un significativo deterioramento della qualità creditizia rispetto alla rilevazione iniziale, la perdita è misurata su sull'intera durata residua del credito ('lifetime expected loss'); in stage 3 saranno invece collocati i crediti *non performing*, per i quali la perdita si sia già manifestata e per i quali è da escludere la concessione di nuovo credito ordinario da parte della banca. Sarà dunque proprio la collocazione in stage 2, destinata ai crediti *performing* ma più rischiosi, il maggiore momento di attenzione e delicatezza del monitoraggio bancario, posto che l'allungamento dell'orizzonte temporale di valutazione all'intera vita dello strumento e il peggioramento del merito creditizio comporterà maggiori accantonamenti prudenziali per la banca, che si tradurranno in maggiori oneri per l'impresa debitrice e, probabilmente, in una strategia conservativa da parte dell'istituto".

E ancora L. Stanghellini, "I finanziamenti al debitore e le crisi", in *Il Fallimento e le altre procedure concorsuali*, n. 10/2021, IPSOA, pag. 7 ss: "È dunque solo l'importante conferma di un percorso già avviato l'art. 4, comma 6, D.L. 24 agosto 2021, n. 118, che in materia di composizione negoziata prevede che '(l)le banche e gli intermediari finanziari, i loro mandatari e i cessionari dei loro crediti sono tenuti a partecipare alle trattative in modo attivo e informato'. Si tratta naturalmente di tema su cui occorre intervenire con grande cautela, anche in termini di possibili sanzioni (che la norma non ha espressamente previsto), onde evitare di rendere meno efficace l'attuazione del diritto di credito, pur sempre diritto individuale da salvaguardare (10). Sempre a un generale dovere di corretta attuazione del rapporto obbligatorio sembra ascrivibile il

(segue)

costituisce di per sé causa di revoca degli affidamenti concessi all'imprenditore (8).

L'esperto, pertanto, non si sostituisce all'imprenditore ma assume il ruolo di mediatore (9), con il compito di facilitare le interlocuzioni necessarie al buon esito delle trattative e di stimolare il raggiungimento degli accordi (10) fermo restando che, nel valutare le concrete prospettive di risanamento, l'esperto dovrà tenere in considerazione i risultati emersi dal *test* pratico avente ad oggetto la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'art. 3, comma 2, del Decreto, delle risposte che l'imprenditore avrà fornito alle domande di cui alla lista di controllo particolareggiata (cfr. sempre l'art. 3, comma 2, del Decreto) (11), nonché del piano di risanamento e delle Linee guida di intervento, qualora le stesse siano già state predisposte dall'imprenditore.

Ai sensi dell'art. 3, comma 3, del Decreto, l'esperto dovrà essere scelto all'interno di un elenco formato e tenuto presso la Camera di commercio di ciascun capoluogo di Regione e delle Province autonome di Trento e Bolzano. Nel predetto elenco possono essere inseriti:

- a) gli iscritti da almeno cinque anni all'albo dei dottori commercialisti ed esperti contabili;
- b) gli iscritti da almeno cinque anni all'albo degli avvocati che documentano di aver maturato precedenti esperienze nel campo della ristrutturazione aziendale e della crisi d'impresa;
- c) gli iscritti da almeno cinque anni all'albo dei consulenti del lavoro che documentano di avere concorso, almeno in tre casi, alla conclusione di accordi di ristrutturazione dei debiti omologati o di accordi sottostanti a piani attestati o di avere concorso alla presentazione di concordati con continuità aziendale omologati.

Possono essere inoltre inseriti nell'elenco coloro che, pur non iscritti in albi professionali, documentano di avere svolto funzioni di amministrazione, direzione e controllo in imprese interessate da operazioni di ristrutturazione concluse con piani di risanamento attestati, accordi di ristrutturazione dei debiti e concordati preventivi con continuità aziendale omologati, nei confronti delle quali non sia stata successivamente pronunciata sentenza dichiarativa di fallimento o sentenza di accertamento dello stato di insolvenza.

Ai sensi del dell'art. 3, comma 4, del Decreto, l'iscrizione al suddetto elenco è altresì subordinata al possesso della specifica formazione disciplinata nella Sezione IV del documento allegato al Decreto dirigenziale.

Il successivo comma 5 dispone che la domanda di iscrizione all'elenco, comprovante il possesso dei requisiti di cui ai su richiamati comma 3 e 4 dell'art. 3 del Decreto, debba essere presentata, per quanto concerne i

Note:

(continua nota 7)

divieto di revocare gli affidamenti bancari solo per il fatto che il debitore ha scelto di accedere alla composizione negoziata, previsto dal medesimo art. 4, comma 6, D.L. n. 118/2021 (11). In altre parole, la banca, pur restando libera di revocare secondo le regole contrattuali gli affidamenti in essere, qualora intenda farlo non può esonerarsi da una valutazione del merito creditizio del debitore, valutazione della quale deve assumersi la responsabilità, non potendo trincerarsi dietro il fatto che il debitore ha scelto di far emergere tempestivamente la crisi in vista di una sua possibile soluzione".

(8) A giustificazione, *a contrariis*, di un comportamento non collaborativo degli istituti di credito, ma nell'ambito della concessione di nuova finanza, depone il punto 6.1 del documento allegato al Decreto dirigenziale che dispone: "6.1. Nel caso di misure di protezione del patrimonio o di misure cautelari a protezione delle trattative, si dovranno considerare l'opportunità, il contenuto e le parti destinatarie dell'istanza, tenendo conto, a titolo esemplificativo, dei seguenti elementi:

- (i) disponibilità finanziarie e copertura del fabbisogno finanziario occorrente per l'esecuzione dei pagamenti dovuti;
- (ii) conseguenze delle misure protettive sugli approvvigionamenti e rischio che i fornitori pretendano pagamenti delle nuove forniture all'ordine o alla consegna;
- (iii) nel caso di estensione delle misure protettive alle esposizioni bancarie, rischio della loro riclassificazione a 'crediti deteriorati' (i.e. esposizioni scadute e/o sconfinanti; inadempienze probabili; sofferenze) con conseguenze sulla nuova concessione di credito".

(9) S. Leuzzi, "Allerta e composizione negoziata nel sistema concorsuale ridisegnato dal D.L. n. 118 del 2021", in *Diritto della Crisi* del 28 settembre 2021.

(10) Si vedano in tal senso i punti 8.2 e 8.3 del documento allegato al Decreto dirigenziale: "8.2. L'esperto è terzo rispetto a tutte le parti, imprenditore compreso. Non lo assiste, né si sostituisce alle parti nell'esercizio dell'autonomia privata ma ha il compito di facilitare le trattative e stimolare gli accordi. Coadiuvando le parti nella comunicazione, nella comprensione dei problemi e degli interessi di ciascuna.

8.3. Nello svolgimento delle trattative l'esperto opera in modo professionale, imparziale e indipendente. Nel corso delle trattative, l'esperto può richiedere all'imprenditore, ai creditori ed alle altre parti interessate ogni informazione ritenuta utile o necessaria per lo svolgimento dell'incarico".

(11) I contenuti del *test* pratico e della c.d. *check list* sono dettagliati nel documento allegato al Decreto dirigenziale, rispettivamente, alle Sezioni I e II.

professionisti all'ordine professionale di appartenenza, mentre i soggetti non appartenenti ad ordini professionali la domanda dovrà essere presentata alla Camera di commercio del capoluogo della Regione e delle Province autonome di Trento e Bolzano. Deve essere altresì trasmesso anche un *curriculum vitae*, ove sono indicate le esperienze professionali acquisite nel settore e nelle tecniche di facilitazione e mediazione e il consenso al trattamento dei dati.

Il comma 6 dispone che a provvedere alla nomina dell'esperto sia una apposita Commissione, che resta in carica per due anni, istituita presso ciascuna Camera di commercio di capoluogo della Regione e delle Province autonome di Trento e Bolzano.

Sarà, poi, il segretario generale della Camera di commercio ove si trova la sede dell'impresa a comunicare alla predetta Commissione, entro due giorni lavorativi dalla ricezione della istanza di nomina dell'esperto ai sensi dell'art. 2, comma 1, del Decreto, la ricezione della medesima, allegando una nota sintetica contenente il volume d'affari, il numero dei dipendenti e il settore in cui opera l'impresa istante, al fine di consentire alla Commissione di scegliere, in maniera ragionata, l'esperto chiamato a coadiuvare l'imprenditore nel risanamento. Sarà compito della Commissione, entro i successivi cinque giorni lavorativi, provvedere alla nomina dell'esperto assicurando che la stessa avvenga con criteri di rotazione e di trasparenza e facendo altresì in modo che ciascun esperto non riceva più di due incarichi contemporaneamente (cfr. comma 7).

Il Decreto non prevede delle specifiche norme di regolamentazione della fase negoziale gestita dall'esperto, emergendo di conseguenza l'intento del legislatore di assoggettare la composizione negoziata ad un regime di libertà di forme, purché venga costantemente rispettato da parte di tutti i soggetti chiamati al tavolo delle trattative il dovere di mantenere il massimo riserbo sullo svolgimento delle stesse. In considerazione dei requisiti di riservatezza che caratterizzano la composizione negoziata, nell'ambito del Decreto, l'intervento della Autorità giudiziaria è limitato ai casi in cui l'impresa intende richiedere le misure protettive (cfr. art. 6 del Decreto) (12), l'autorizzazione a contrarre finanziamenti (cfr. art. 10, comma 1, lett. a, b, e c, del Decreto), ovvero l'autorizzazione per la cessione della azienda o

uno o più rami in qualunque forma, senza gli effetti di solidarietà passiva in capo alla cedente ai sensi dell'art. 2560 c.c. (cfr. art. 10, comma 1, lett. d), o, ancora, l'equa determinazione dei contratti ad esecuzione continuata o periodica o ad esecuzione differita se la prestazione è divenuta eccessivamente onerosa a causa della pandemia (cfr. art. 10, comma 2, del Decreto).

L'incarico dell'esperto si conclude, qualora decorsi 180 giorni dalla accettazione della nomina, non sia stata individuata una soluzione adeguata al superamento dello squilibrio patrimoniale o economico-finanziario di cui all'art. 2, comma 1, del Decreto.

Con l'assenso di tutte le parti il termine di 180 giorni potrà essere proseguito di ulteriori 180 giorni.

Al termine del periodo appena descritto l'esperto dovrà predisporre una relazione finale, sul cui contenuto, anche in questo caso, non vi sono indicazioni nel Decreto.

Si ritiene opportuno che la relazione contenga una cronistoria della negoziazione, delle iniziative adottate dall'imprenditore e delle richieste poste nei confronti dei creditori e delle altre controparti, dei riscontri da questi ultimi forniti, e, ovviamente una enucleazione puntuale delle ragioni e dei fatti che hanno comportato l'esito negativo delle trattative o, al contrario, una descrizione della soluzione individuata all'interno del percorso, delle proposte e dei contenuti del piano di risanamento e dell'accordo che l'imprenditore propone a tutti gli *stakeholder*.

Il ruolo dell'Organo di controllo

L'art. 15 del Decreto attribuisce all'Organo di controllo il compito:

(i) di segnalare all'Organo amministrativo la sussistenza dei presupposti (*i.e.* le condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario che rendono probabile la crisi o

Nota:

(12) Sono considerate misure protettive ai sensi dell'art. 6 del Decreto, il c.d. *automatic stay*, ovvero il blocco delle azioni esecutive cautelari da parte dei creditori sul patrimonio del debitore, nonché il divieto da parte dei creditori di acquisire diritti di prelazione e ancora di rifiutare, unilateralmente, l'adempimento dei contratti pendenti o di provocarne la risoluzione e il divieto di pronunciare il fallimento o lo stato di insolvenza a partire dalla data di pubblicazione in registro imprese dell'istanza di cui al comma 1.

l'insolvenza, cfr. art. 2 del Decreto) per la nomina dell'esperto; nonché

(ii) di vigilare il medesimo Organo amministrativo sull'andamento delle trattative.

La disposizione in esame, pur comportando, come su anticipato un accantonamento del ruolo del Collegio sindacale e/o del sindaco unico nella procedura di allerta interna, di cui all'art. 14 del CCII in relazione all'obbligo di segnalazione degli indizi di crisi all'OCRI, si pone in continuità rispetto alla strada tracciata dal medesimo CCII nella parte in cui all'art. 375, nel riformulare l'art. 2086 c.c., ha posto l'obbligo a tutte le imprese, a partire dal 16 marzo 2019, di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni della impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi.

Rimane ferma, infatti, nell'impianto normativo del Decreto, la funzione dell'Organo di controllo di segnalare tempestivamente all'Organo amministrativo le circostanze che abbiano portato la società ad una condizione di crisi o di c.d. *pre-crisi* e cioè, in tal ultimo caso, in quella c.d. *twilight zone* antecedente alla insorgenza della crisi vera e propria, stante la stretta correlazione tra tale funzione di segnalazione ed il dovere di vigilanza in capo al medesimo Organo ai sensi del combinato disposto di cui all'art. 2403 c.c. e dell'art. 2086, comma 2, c.c., così come novellato dall'art. 375 CCII.

In altre parole, con riferimento al ruolo di prevenzione e tempestiva emersione della crisi, i sindaci dovranno individuare i presupposti per la presentazione della istanza, costituiti essenzialmente dalle condizioni di squilibrio economico, patrimoniale e finanziario che rendono probabile la crisi o l'insolvenza della società: cruciale alla rilevazione delle suddette condizioni di squilibrio è l'attività di vigilanza che l'Organo di controllo deve svolgere sull'adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili, cogliendo eventuali sintomi di squilibrio generati da assetti inadeguati per la tempestiva rilevazione dei rischi, allo scopo di sollecitare l'Organo amministrativo all'attivazione di rimedi finalizzati alla previsione dell'aggravarsi della crisi o al suo prodursi e non già implementati a tal fine dall'Organo amministrativo.

Una volta emersi i presupposti per la presentazione dell'istanza, come anticipato, i sindaci dovranno riferirli all'Organo amministrativo mediante una segnalazione che assume un carattere meramente endosocietario, in

quanto esaurisce i propri effetti all'interno della società, svolgendo la funzione di flusso informativo tra Organo di controllo e Organo amministrativo in virtù della reciproca collaborazione per la ricerca di soluzioni idonee: non spetta, dunque ai sindaci la segnalazione all'esterno né l'attivazione della procedura, la cui titolarità spetta esclusivamente agli amministratori.

La segnalazione - al fine di consentire l'attivazione immediata dell'Organo amministrativo presso la Camera di commercio - deve essere tempestiva, ossia deve avvenire il prima possibile dal momento in cui l'Organo di controllo ne è venuto a conoscenza e ciò è possibile solo se l'Organo effettua costantemente un monitoraggio della gestione della società, anche mediante verifiche specifiche, richieste all'Organo amministrativo della predisposizione di situazioni patrimoniali ed economiche infrannuali finalizzate ad un'attenta valutazione dell'andamento economico-finanziario e patrimoniale.

Quanto alle modalità di segnalazione, l'art. 15, comma 1, del Decreto stabilisce che la stessa deve essere formulata per iscritto ed indirizzata al Consiglio di amministrazione o all'amministratore unico con modalità che ne assicurino la prova di avvenuta ricezione. Deve altresì essere motivata e contenere un congruo termine non superiore a 30 giorni, entro il quale l'Organo amministrativo deve fornire indicazioni circa le misure intraprese per fronteggiare la situazione oggetto di segnalazione da parte dell'Organo di controllo.

Una volta che l'Organo amministrativo ha effettuato l'accesso alla procedura e nel corso di tutte le trattative, come anticipato, l'attività di controllo e vigilanza dovrà essere svolta secondo i canoni tradizionali previsti dall'art. 2403 c.c.

Come anticipato, la composizione negoziata non prevede alcuno spossessamento patrimoniale e gestionale dell'imprenditore né un controllo esterno nei confronti di quest'ultimo, ma consiste nell'avvio di un percorso negoziale facilitato che avviene nella piena prosecuzione della gestione ordinaria dell'attività imprenditoriale. Conseguentemente, i controlli sul rispetto della legge, dello Statuto e dei Principi di corretta amministrazione previsti dall'art. 2403 c.c. dovranno essere mantenuti inalterati e saranno gli stessi già esercitati dai sindaci nella gestione ordinaria dell'attività,

ossia in assenza di adesione alla composizione negoziata (13).

I componenti del Collegio sindacale o il sindaco unico dovranno, dunque, continuare a svolgere le funzioni di controllo finora richiesti dalla legge, anche se risulteranno nella fattispecie in oggetto più estesi e vari. Infatti, l'articolato percorso della procedura in esame rende più complesso il compito svolto dall'Organo di controllo che dovrà vigilare affinché:

- 1) sia correttamente fornita l'informativa preventiva nei confronti dell'esperto di cui è onerato l'imprenditore nel caso di esecuzione di atti di straordinaria amministrazione (14), ovvero di pagamenti incoerenti rispetto alle trattative o alle prospettive di risanamento;
 - 2) il patrimonio e l'impresa vengano gestiti, in generale, senza pregiudicare ingiustamente gli interessi dei creditori;
 - 3) l'impresa, se in stato di crisi, sia gestita in modo da evitare pregiudizio alla sostenibilità economico-finanziaria dell'attività;
 - 4) l'impresa, se si trova in stato di insolvenza ma con concrete prospettive di risanamento, sia gestita nel prevalente interesse dei creditori.
- Al tradizionale quadro dei controlli sul rispetto della legge, dello Statuto e delle regole aziendali, devono sommarsi le necessarie verifiche sull'osservanza della corretta gestione e sul rispetto degli obblighi informativi da parte dell'imprenditore.

Il controllo sul rispetto della corretta gestione si svolgerà seguendo i tradizionali schemi codificati nelle regole professionali e riferibili ai controlli che il Collegio sindacale e/o il sindaco unico esercitano mediante la partecipazione alle sedute degli Organi di governo collegiali e dovrà essere particolarmente accurato nella valutazione di coerenza di atti e i pagamenti con il mantenimento dell'equilibrio economico-finanziario. A questo fine sarà necessario:

- 1) un piano aziendale ad orientamento prospettico che assicuri il raggiungimento di margini operativi lordi positivi (o, se negativi, che evidenzino se e come essi possano essere compensati dai vantaggi conseguibili dalla continuità che, diversamente, andrebbero perduti) al quale poter riferire la coerenza dei singoli atti o pagamenti;
- 2) un pressoché costante monitoraggio degli scostamenti dalle previsioni di piano al fine di poter tempestivamente intercettare l'approssimarsi dello stato di insolvenza, al

manifestarsi del quale si genererà l'inversione delle priorità con il sovraordinamento gerarchico dell'interesse dei creditori rispetto all'equilibrio economico-finanziario dell'impresa.

Sempre in virtù del richiamo al combinato disposto di cui all'art. 2403 c.c. e dell'art. 2086 c.c., si ritiene non sia da escludere la partecipazione dell'Organo di controllo alla prima convocazione di cui all'art. 5, comma 5, del Decreto, tra l'esperto e l'Organo di amministrazione, nonché alle successive riunioni tra i medesimi soggetti, sebbene tale partecipazione non sia espressamente prevista dal dettato normativo di cui al Decreto. In tal senso possono essere letti i doveri di riservatezza e confidenzialità in capo ai sindaci previsti dall'art. 2407, comma 1, c.c. che, nel costituire una esplicitazione dei doveri di diligenza e professionalità ricadenti sui medesimi, si pongono in perfetta linearità con gli stessi oneri di riservatezza e confidenzialità che informano la procedura di composizione negoziata.

È evidente, dunque, che la vigilanza del Collegio sindacale o del sindaco unico dovrà essere notevolmente rafforzata sia con riguardo al perimetro dei controlli, che dovrà estendersi fino a comprendervi pressoché tutti gli atti gestori dell'impresa, sia nella frequenza delle verifiche, che nel semestre di sviluppo del procedimento dovrà essere marcatamente intensificata.

Note:

(13) A. Cimolai, "L'autosospensione degli obblighi di conservazione del capitale e i quadri di responsabilità degli Organi sociali", in *Diritto della Crisi*, novembre 2021.

(14) Quanto agli atti di straordinaria amministrazione, il documento allegato al Decreto dirigenziale formula al punto 7.3 la seguente elencazione esemplificativa:

- "le operazioni sul capitale sociale e sull'azienda;
- la concessione di garanzie;
- i pagamenti anticipati delle forniture;
- la cessione pro soluto di crediti;
- l'erogazione di finanziamenti a favore di terzi e di parti correlate;
- la rinuncia alle liti e le transazioni;
- le ricognizioni di diritti di terzi;
- il consenso alla cancellazione di ipoteche e la restituzione di pegni;
- l'effettuazione di significativi investimenti;
- i rimborsi di finanziamenti ai soci o a parti correlate;
- la creazione di patrimoni destinati e forme di segregazione del patrimonio in generale;
- gli atti dispositivi in genere".

Non si ravvedono radicali cambiamenti nel ruolo dei sindaci alla luce delle previsioni contenute nel Decreto, rispetto a quanto previsto nel CCII poiché già nell'ambito delle previsioni del CCII gli erano stati affidati compiti e doveri più incombenti rispetto alla previgente disciplina: era stato, infatti, già delineato un ruolo di controllo di legalità non esclusivamente formale ma anche sostanziale dell'attività svolta dalla società, emergente non solo dai dati di bilancio (valutazione del valore del capitale circolante netto, dell'indebitamento, della posizione finanziaria netta, EBITDA ecc.), ma anche da fattori ed eventi extra-contabili (liti fra i soci, scarsa armonia tra i membri del Consiglio di amministrazione, perdita di competitività sul mercato, incapacità di innovare ecc.). Come innanzi riportato, ciò che, invece, è stato accantonato, almeno fino al 2024, è l'allerta esterna, procedura che prevede l'attivazione nei confronti degli OCRI istituiti presso le Camere di commercio.

Rilevante importanza assume anche la funzione consultiva e informativa svolta dai sindaci nei confronti dell'esperto, il quale, dopo aver accettato l'incarico in seguito alla presentazione dell'istanza da parte della società, deve valutare la possibilità o meno di un risanamento della stessa e, a tal fine, si avvale delle informazioni fornite dall'Organo di controllo (oltre che a quelle fornite dal revisore, ove in carica): come desumibile dalla Sezione II del documento allegato al Decreto dirigenziale, nella fase successiva all'accesso alla composizione negoziata, la funzione di vigilanza della corretta amministrazione e dell'adeguatezza degli assetti amministrativi e contabili esercitata dall'Organo amministrativo si traduce, in sostanza, nel supportare l'esperto, che si avvale della situazione contabile redatta dall'Organo amministrativo per la predisposizione del piano di risanamento, informandolo qualora tale situazione contabile risulta inaffidabile o inadeguata ai fini della formulazione di un piano attuabile, onde consentire agli amministratori di provvedere a rimuovere le criticità emerse in termini di passività o di flussi finanziari attesi.

L'Organo di controllo, oltre a informare, deve, a sua volta, ricevere informazioni, da parte dell'Organo amministrativo, delle iniziative intraprese da quest'ultimo in seguito alla segnalazione delle condizioni di squilibrio, ossia della presentazione dell'istanza e della nomina dell'esperto, di cui il Collegio

sindacale e/o il sindaco unico sono tenuti a verificare il rispetto dei requisiti di indipendenza previsti dal Decreto e a segnalare eventuali irregolarità riscontrate. Devono, inoltre, essere informati dall'esperto, qualora nella gestione esercitata dagli amministratori vengano compiuti atti che pregiudicano gli interessi dei creditori, le trattative e le prospettive di risanamento. Sebbene la procedura di composizione negoziata abbia imposto il dovere di segnalazione tempestiva in capo al solo Organo di controllo e non più del revisore o la società di revisione, come era invece previsto dall'art. 14 del CCII, ciò non toglie che il flusso informativo tra le due figure aziendali, in uno con quello verso l'esperto, debba essere costante nell'ambito della procedura di composizione negoziata.

Sul tema può essere utile una breve digressione sugli elementi testuali da cui è possibile evincere quanto sopra.

Oltre alla disposizione di cui all'art. 5, comma 1, del Decreto (secondo cui l'analisi da parte dell'esperto circa la valutazione sulla perseguibilità del risanamento si basa anche sulle informazioni raccolte sia dal Collegio sindacale e/o sindaco unico che dal revisore legale, quando in carica) depongono in tal senso alcune previsioni contenute nel documento allegato al Decreto dirigenziale su menzionato.

Si vedano, in via esemplificativa:

- il par. 3.2 della Sezione I laddove, nella attività di verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento da parte dell'esperto, impone a quest'ultimo di verificare se i sindaci e il revisore, quando in carica, dispongano o meno di informazioni in base alle quali la situazione contabile della impresa risulti affidabile o adeguata alla redazione del piano di risanamento;
- il par. 3.3 della medesima Sezione I laddove, nella attività a carico dell'esperto di individuazione delle strategie di intervento atte a rimuovere le cause della crisi, impone allo stesso di domandarsi se "l'Organo di controllo ed il revisore, quando in carica, ritengono che il quadro fornito dall'imprenditore sia completo e adeguato"; e ancora
- il par. 4.2 della Sezione III che, con riferimento alla analisi da parte dell'esperto di coerenza del piano di risanamento con i dati forniti dall'imprenditore attraverso la nota *check list*

di cui alla piattaforma disciplinata dal medesimo Decreto dirigenziale, prevede che il medesimo esperto possa chiedere all'imprenditore, al suo Organo di controllo e al revisore legale, quando in carica, "ogni informazione utile e necessaria".

La responsabilità dell'Organo di controllo

La tempestiva segnalazione al Collegio sindacale e/o sindaco unico così come la vigilanza sull'andamento delle trattative, *ex art.* 15, comma 2, del Decreto, sono valutate ai fini della sua responsabilità ai sensi dell'art. 2407 c.c.

A tal proposito si osserva che nella versione nel Decreto convertita in legge non è più previsto al citato art. 15, comma 2, il riferimento alle parole "ai fini dell'esonero o dell'attenuazione" della responsabilità, ma dispone un più diretto e immediato riferimento alla valutazione della tempestività ai fini della responsabilità dell'Organo di controllo *ex art.* 2407 c.c. (15). L'art. 2407 c.c., richiamato espressamente dall'art. 15, comma 2, del Decreto, come è noto, contempla due aree di responsabilità in capo all'Organo di controllo:

- la prima configura un regime di responsabilità esclusiva, riconnettendosi a condotte imputabili unicamente ai sindaci stessi;
- la seconda, invece, prevede una responsabilità solidale con quella degli amministratori che presuppone, pertanto, a sua volta, un concomitante comportamento illecito di questi ultimi, in relazione al quale i sindaci non hanno attivato i propri poteri di controllo e di reazione.

L'art. 2407, comma 1, c.c., nell'indicare i requisiti di professionalità e diligenza quali elementi caratterizzanti la condotta e il ruolo dei sindaci, stabilisce che essi sono responsabili della verità delle loro attestazioni e che devono conservare il segreto sui fatti e sui documenti di cui hanno conoscenza per ragione del loro ufficio. Si tratta, pertanto, di una responsabilità che prescinde da quella in cui possono incorrere gli amministratori e dalla eventuale carenza di controllo e/o di intervento sull'atto (fatto o omissione) dannoso posto in essere da quest'ultimi: in tal ultimo caso, infatti, interviene il regime normativo di cui all'art. 2407, comma 2, c.c. che prevede la responsabilità concorrente del Collegio sindacale e/o del sindaco unico in tutte quelle ipotesi in cui il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato

in conformità degli obblighi relativi alla loro carica (16).

Per il dispiegarsi della fattispecie normativa di cui all'art. 2407, comma 2, c.c., è necessario che ricorrano le seguenti circostanze tra loro interdipendenti:

- a) il comportamento *contra legem* degli amministratori;
- b) la causazione di un danno derivante da tale condotta posta in essere dagli amministratori;
- c) la carenza di vigilanza su tale comportamento da parte dell'Organo di controllo che non ha agito con professionalità e diligenza;
- d) il nesso causale tra la mancata vigilanza dei sindaci o il loro comportamento negligente e il danno (17).

Note:

(15) Tale disposizione sembra differenziarsi notevolmente dalle previsioni contenute nell'art. 14, comma 3, CCII, secondo cui la tempestiva segnalazione dell'Organo di controllo costituisce, invece, causa di esonero dalla responsabilità solidale per le conseguenze pregiudizievoli delle omissioni o azioni successivamente poste in essere dal predetto Organo, che non siano conseguenza diretta di decisioni assunte prima della segnalazione, a patto che, nei casi previsti dal secondo periodo del comma 2 dello stesso articolo (omessa, inadeguata risposta ovvero mancata adozione delle misure necessarie nei successivi sessanta giorni), sia stata effettuata tempestiva segnalazione all'OCRI.

(16) La responsabilità concorrente dei sindaci deriva da un comportamento doloso o colposo degli amministratori che si sarebbe potuto evitare qualora fosse stato impedito dal Collegio sindacale nell'esercizio della sua funzione di vigilanza. Si tratta di una fattispecie complessa, nella quale l'indempimento dei sindaci si innesta sul preesistente illecito degli amministratori (M. Aiello, "Artt. 2397-2407", in E. Gabrielli (a cura di), "Commentario del Codice civile", in D. Santosuosso (a cura di), *Delle società - Dell'azienda. Della concorrenza*, artt. 2379-2451, UTET, 2015).

(17) Cass. 11 dicembre 2020, n. 28357: "L'accertamento della responsabilità del sindaco per omessa vigilanza sull'operato degli amministratori di società di capitali richiede, non solo la prova dell'inerzia del sindaco rispetto ai propri doveri di controllo e del danno conseguente alla condotta dell'amministratore, ma anche che l'attore dimostri il nesso causale tra inerzia e danno, poiché l'omessa vigilanza rileva solo quando l'attivazione del controllo avrebbe ragionevolmente evitato o limitato il pregiudizio. (In applicazione del Principio, la S.C. ha cassato con rinvio la decisione di merito che aveva ritenuto sussistente la responsabilità *ex art.* 2407 c.c., in un caso in cui, fallita la società, non erano state rinvenute nel conto sociale le somme incassate dal liquidatore e ivi versate, pochi giorni prima delle dimissioni del sindaco)". E, ancora, Cass. 8 marzo 2000, n. 2624: "Sussiste la responsabilità concorrente dei sindaci per il compimento da parte degli amministratori di nuove operazioni in violazione dell'art. 2449, comma 1 c.c. tutte le volte che tale illegittimo comportamento e il danno che ne è derivato sarebbero stati evitati se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi inerenti la loro carica".

Il ruolo dei sindaci si caratterizza anche per un preciso obbligo di attivazione (18), senza che possa escludersi la loro responsabilità neppure nell'ipotesi in cui siano stati tenuti all'oscuro dagli amministratori delle azioni dagli stessi commesse anche se i sindaci abbiano assunto la carica dopo il loro verificarsi, atteso che il loro incarico impone lo

sforzo diligente di verificare la situazione, anche pregressa, e di reagire ad essa ponendovi rimedio (19).

Recentemente, la giurisprudenza di legittimità ha altresì precisato che viene a determinarsi il nesso causale tra la condotta negligente dei sindaci e l'illecito posto in essere dagli amministratori, anche qualora ricorra la sola probabilità - e non necessariamente la certezza causale - che il comportamento dei primi avrebbe potuto arrecare il danno e cioè, allorquando tale danno si sarebbe potuto evitare se l'Organo di controllo avesse attivato tutta la possibile gamma di iniziative che questi può assumere nell'esercizio della sua carica, quali la richiesta di informazioni o di ispezione *ex art. 2403-bis c.c.*, la segnalazione all'assemblea delle irregolarità riscontrate, i solleciti alla revoca della deliberazione illegittima, l'impugnazione della delibera viziata *ex art. 2377 ss. c.c.*, la convocazione dell'assemblea ai sensi dell'*art. 2406 c.c.*, il ricorso al Tribunale per la riduzione del capitale per perdite *ex artt. 2446 e 2447 c.c.*, il ricorso al Tribunale per la nomina dei liquidatori *ex art. 2487 c.c.*, la denuncia al Tribunale *ex art. 2409 c.c. (20)*, e l'azione di responsabilità *ex art. 2393, comma 3, c.c.*

La Corte di cassazione ha rigettato i ricorsi proposti dai sindaci, confermando in capo a questi ultimi la responsabilità per aver violato il dovere di vigilanza, di cui all'*art. 2407 c.c.*, non essendo necessario individuare specifici comportamenti espressamente in contrasto con il predetto dovere, essendo, al contrario sufficiente che i sindaci non abbiano rilevato una macroscopica violazione o comunque non abbiano reagito a fronte di atti di dubbia legittimità e regolarità, così da non adempiere l'incarico con diligenza, correttezza e buona fede, eventualmente anche segnalando all'assemblea le irregolarità di gestione riscontrate (21).

Note:

(18) Cass. 5 settembre 2018, n. 21662: "Già prima della riforma i doveri di controllo imposti ai sindaci erano configurati con ampiezza ed estesi a tutta l'attività sociale, con funzione di tutela non solo dell'interesse dei soci, ma anche di quello, concorrente, dei creditori sociali: non il mero e formale controllo sulla documentazione messa a disposizione dagli amministratori, ma il poterdovere di chiedere notizie sull'andamento generale e su specifiche operazioni, operando attivamente per mutare condotte reputate non conformi a legge. In particolare tale dovere non si esaurisce nell'espletamento delle attività specificamente indicate dalla legge, ma comporta l'obbligo di adottare ogni altro atto pur non tipizzato necessario al diligente assolvimento dell'incarico: quali, la segnalazione all'assemblea delle irregolarità di gestione riscontrate e persino, ove ne ricorrano gli estremi, la segnalazione al Pubblico ministero per consentirgli di formulare la richiesta ai sensi dell'*art. 2409 c.c.* posto che, ante riforma, non era prevista la legittimazione attiva della denuncia al Tribunale per l'Organo di controllo". Cass. 29 dicembre 2017, n. 31204: "L'obbligo di vigilanza di cui all'*art. 2392, 2 comma, c.c.*, testo previgente, e l'obbligo di controllo di cui all'*art. 2403 c.c.*, testo previgente, impongono agli amministratori deleganti e ai sindaci di ricercare adeguate informazioni, non potendosi ritenere esonerati da responsabilità verso i creditori sociali gli amministratori e i sindaci che abbiano accolto passivamente il deficit informativo". Cass. 13 giugno 2014, n. 13517: "In tema di responsabilità degli Organi sociali, la configurabilità dell'inosservanza del dovere di vigilanza, imposto ai sindaci dall'*art. 2407, secondo comma, cod. civ.*, non richiede l'individuazione di specifici comportamenti che si pongano espressamente in contrasto con tale dovere, ma è sufficiente che essi non abbiano rilevato una macroscopica violazione o comunque non abbiano in alcun modo reagito di fronte ad atti di dubbia legittimità e regolarità, così da non assolvere l'incarico con diligenza, correttezza e buona fede, eventualmente anche segnalando all'assemblea le irregolarità di gestione riscontrate o denunciando i fatti al P.M. per consentirgli di provvedere ai sensi dell'*art. 2409 cod. civ.* (Nella specie, la Corte territoriale aveva ritenuto ingiustificata l'inerzia dei sindaci seguita all'esecuzione, da parte degli amministratori, di bonifici per un rilevante importo complessivo in favore di una società dello stesso gruppo, per un'operazione fittizia e con destinazione della fattura al conseguimento di un contributo pubblico; la S.C., in applicazione dell'anzidetto Principio, ha rigettato il ricorso)".

(19) Cass. 12 luglio 2019, n. 18770: "In materia societaria, ove i sindaci abbiano mantenuto un comportamento inerte, non vigilando adeguatamente sulla condotta illecita gestoria contraria alla corretta gestione dell'impresa, non è sufficiente ad esonerarli da responsabilità la dedotta circostanza di essere stati tenuti all'oscuro dagli amministratori o di avere essi assunto la carica dopo la effettiva realizzazione di alcuni dei fatti dannosi, allorché, assunto l'incarico, fosse da essi esigibile lo sforzo diligente di verificare la situazione e di porvi rimedio, tale che l'attivazione conformemente ai doveri della carica avrebbe potuto permettere di scoprire tali fatti e di reagire ad essi, prevenendo danni ulteriori".

Note:

(20) Cass. n. 18770/2019 cit.

(21) Cass. 18 settembre 2017, n. 21566: "In tema di responsabilità dei sindaci, non occorre l'individuazione di specifici comportamenti contrari al dovere di vigilanza, ma è sufficiente che gli stessi sindaci, pur potendosi rendere conto della debolezza strutturale della società, del progressivo incremento del passivo e dell'illegittimità delle scritturazioni di bilancio, non abbiano rilevato una macroscopica violazione o comunque non abbiano in alcun modo reagito di fronte ad atti di dubbia legittimità ed irregolarità, così da non adempiere l'incarico con diligenza, correttezza e buona fede, eventualmente anche segnalando all'assemblea le irregolarità di gestione riscontrate o denunciando i fatti al Pubblico ministero".

Sebbene la responsabilità dei sindaci di cui all'art. 2407, comma 2, c.c. presupponga la concorrente responsabilità di quella degli amministratori, venendosi a caratterizzare tra i due Organi societari, come detto, un regime di solidarietà passiva (22), la responsabilità dell'Organo di controllo non deve intendersi quale responsabilità indiretta, ma, al contrario, una responsabilità per fatto proprio per *culpa in vigilando* sull'operato degli amministratori stante la violazione al dovere di vigilanza su di essi ricadente di cui comma 1 dell'art. 2407 c.c. (23).

Svolto questo breve *excursus* di carattere prevalentemente giurisprudenziale sul contenuto dell'art. 2407 c.c. sulla responsabilità dei sindaci nel contesto della gestione ordinaria della società, occorre individuare come tale norma, ai sensi dell'art. 15 del Decreto, debba essere applicata e tradotta nella specifica disciplina della composizione negoziata.

Declinando la fattispecie normativa di cui all'art. 2407, comma 2, c.c., secondo le disposizioni di cui all'art. 15 del Decreto, i sindaci non sono solidamente responsabili con gli amministratori se si attivano tempestivamente nei loro confronti con la segnalazione avente ad oggetto la sussistenza delle condizioni di crisi o di pre-crisi, sempre che tale attività di vigilanza, costituita nello specifico dalla segnalazione, eviti o limiti il danno che verrebbe creato dall'inosservanza, da parte degli amministratori, dei propri doveri di cui al su menzionato art. 2086, comma 2, c.c. (24).

Alla luce di tanto, la segnalazione effettuata tempestivamente rispetto all'epoca di rilevazione dello squilibrio patrimoniale economico e finanziario che renda probabile la crisi o l'insolvenza, e con le modalità previste dall'art. 15, comma 1, del Decreto, sembrerebbe soddisfare le condizioni per esentare i sindaci dalle responsabilità *ex art. 2407 c.c.* se gli amministratori abbiano fornito risposta entro trenta giorni, riferendo sulle iniziative intraprese, e dunque si siano attivati per la composizione negoziata ovvero per la ricerca e la successiva attuazione di un altro degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi, non rilevando, in altri termini, l'effettiva capacità risolutiva del rimedio individuato,

fatta eccezione per provvedimenti che si dimostrino palesemente irragionevoli o inadeguati.

L'adempimento da parte dell'Organo di controllo al dovere di tempestiva segnalazione non può essere ritenuto di per sé una causa di esclusione di responsabilità, qualora, *a contrario*, l'Organo amministrativo, a seguito della segnalazione, abbia tenuto un comportamento inerte ovvero abbia adottato iniziative anomale.

In proposito, richiamando anche in questo ambito l'insegnamento della Corte di cassazione che impone un dovere di attivazione all'Organo di controllo (cfr. Cass. n. 21662/2018 cit.), l'ordinamento attribuisce a quest'ultimo ulteriori strumenti di tutela - ovverosia la convocazione dell'assemblea *ex art. 2406*, comma, c.c. o *in extrema ratio*, in caso di atteggiamento ostruzionistico dei soci, la denuncia al Tribunale *ex art. 2409 c.c.* - e alla cui adozione il medesimo Organo non potrà sottrarsi nell'assolvimento del suo incarico e sulla scorta

Note:

(22) Cass. 15 maggio 1991, n. 5444: "La responsabilità dei sindaci di una società, prevista dall'art. 2407, 2 comma, c. c. per omessa vigilanza sull'operato degli amministratori, ha carattere solidale tanto nei rapporti con gli amministratori, quanto nei rapporti fra i sindaci stessi".

(23) Cass. 7 maggio 1993, n. 5263: "La disposizione di cui al comma 1 dell'art. 2403 c.c. concernente l'obbligo del Collegio sindacale di controllare l'amministrazione della società, deve essere combinata con quelle contenute nel comma 3 e 4 del medesimo articolo che non rappresentano mere facoltà bensì poteri-doveri il cui mancato esercizio configura la responsabilità sancita dal comma 2 dell'art. 2407 c.c. quando la rilevanza delle obbligazioni assunte dalla società, secondo l'apprezzamento riservato al giudice di merito, imponeva l'attivazione dei poteri di controllo della legittimità e della diligenza dell'operato degli amministratori al fine di scongiurare il prodursi di un danno sociale".

(24) Il Tribunale di Roma con sentenza del 15 settembre 2020 ha sancito la responsabilità dell'Organo gestorio per violazione dell'art. 2086 c.c. così come novellato *in parte qua* dal CCII: "Anche il sindacato sull'adeguatezza degli assetti organizzativi incontra i limiti della *business judgment rule*. L'operato degli amministratori in attuazione dei doveri di cui all'art. 2086 c.c., come novellato dal D.Lgs. n. 14/2019, Codice della Crisi (adozione di adeguati assetti organizzativi con la finalità di rilevare tempestivamente la crisi e di intervento tempestivo per il suo superamento) è sindacabile nei limiti del Principio della *business judgment rule*. Di conseguenza, la mancata adozione di qualsivoglia misura organizzativa comporta sempre una responsabilità dell'Organo gestorio, mentre ove una struttura organizzativa sia stata adottata, è possibile sottoporla al sindacato giudiziale, *ex art. 2409 c.c.*, nei limiti e secondo i criteri della proporzionalità e della ragionevolezza, sulla base di una valutazione *ex ante*".

degli obblighi di diligenza, correttezza e buona fede ad esso sottesi.

In seguito alla segnalazione, una volta che si sono aperte le trattative all'interno della procedura di composizione negoziata, i sindaci non sono responsabili solidalmente con gli amministratori, sempre ai sensi dell'art. 2407, comma 2, c.c. se si attivano al fine di fronteggiare e ostacolare l'attività dell'Organo di amministrazione produttiva, anche potenzialmente, di danni per la società, i soci e i creditori.

L'individuazione delle responsabilità derivanti da omissione o inadeguatezza nel controllo da parte dei sindaci sulle condotte dell'imprenditore successive all'avvio della composizione negoziata, risulta, tuttavia, non facile.

Richiamando anche in tale ambito l'insegnamento invalso in seno alla Corte di cassazione su riportato, ai fini dell'individuazione della responsabilità dell'Organo di controllo nella composizione negoziata, sia nella fase che precede la presentazione dell'istanza sia in quella successiva all'apertura delle trattative, devono, dunque, essere provate:

- 1) l'inerzia del sindaco dinanzi ai fatti o alle omissioni degli amministratori;
- 2) l'evento produttivo del danno da associare alla condotta degli amministratori;
- 3) il nesso causale, da considerare esistente ove il regolare svolgimento della vigilanza da parte dei sindaci avrebbe potuto limitare o evitare il danno.

In tale ottica il sindaco è responsabile, ai sensi dell'art. 2407, comma 2, c.c., ogni volta in cui non abbia impedito o limitato gli effetti pregiudizievoli dell'attività o dell'omissione dell'Organo di amministrazione, pur avendo a disposizione gli strumenti necessari per poterlo fare.

Per quanto attiene al c.d. elemento soggettivo, l'onere di provare l'assenza di colpa, nelle due accezioni di colpa nella conoscenza e di colpa per omessa attivazione, grava sull'Organo di controllo, laddove la prima si estrinseca nella mancata rappresentazione delle conseguenze illecite dell'evento, mentre la seconda si manifesta nella consapevolezza di mantenere una condotta inerte senza porre in essere i comportamenti e le azioni utili a impedire i fatti e senza ostacolare l'attività dell'Organo di amministrazione, mentre spetterà alla sua controparte

l'onere di allegare l'inerzia del sindaco e provare il fatto illecito di gestione e l'esistenza dei segnali che avrebbero dovuto portare il sindaco ad attivarsi (25).

Il giudice sarà chiamato ad accertare, di volta in volta, che i componenti del Collegio sindacale e/o il sindaco unico, dinanzi all'atto di *mala gestio* o all'omissione degli amministratori, nell'adempimento dei propri doveri e con la professionalità che ne caratterizza il delicato ufficio, abbiano doverosamente attivato i poteri reattivi che la legge loro attribuisce, privilegiando quello più opportuno ed efficace a seconda delle circostanze del singolo caso concreto, finanche il ricorso al Tribunale *ex art.* 2409 c.c., quando i rimedi endosocietari si siano rivelati insufficienti.

Una considerazione conclusiva

L'art. 1-*bis* del Decreto, apportato in sede di conversione con la Legge n. 147/2021, ha modificato ulteriormente l'art. 379 CCII, nella parte in cui consente alle S.r.l. e alle società cooperative che abbiamo maturato i requisiti di cui all'art. 2477, comma 1, c.c. e che non hanno già provveduto alla nomina del sindaco di differire la nomina obbligatoria di tale Organo o il revisore legale (persona fisica o società), alla data di approvazione del bilancio relativo all'esercizio 2022 e, dunque, al 2023.

Numerosi commentatori, che hanno salutato positivamente il nuovo istituto della composizione negoziata, non si sono al contempo attardati dal criticare la norma di cui all'art. 1-*bis* del Decreto su descritta atteso che il posticipare l'obbligatorietà della nomina dell'Organo di controllo alla data di entrata in vigore del CCII va di fatto a depotenziare l'efficacia dell'istituto perché andrebbe a privare le piccole e medie imprese (a cui la composizione negoziata è principalmente diretta) di un ulteriore Organo sociale, ovvero quello di controllo, avente l'onere, come visto, di fare da impulso e da stimolo all'avvio della procedura in esame (26).

Note:

(25) Cass. n. 18770/2019 cit.

(26) N. Abriani - N. Cavalluzzo, "Sindaco o revisore nelle piccole Srl, la miopia del legislatore", in *Il Sole - 24 Ore* del 9 ottobre 2021.



RISPONDO SUBITO

R

Essere sempre più veloci e precisi nelle risposte oggi è fondamentale per essere competitivo nel tuo lavoro.

One FISCALE ti fornisce tutte le soluzioni che cerchi grazie ad un nuovo metodo editoriale, ai contributi degli esperti più autorevoli e attraverso un'innovativa modalità di consultazione delle informazioni pensata per il digitale.

La nuova soluzione digitale Wolters Kluwer fa grande la differenza.

Scopri di più su one.it/fiscale

One|FISCALE FA GRANDE LA DIFFERENZA

AMMINISTRAZIONE & FINANZA

INSERTO

2022

1

QUANDO LA STORIA OLIVICOLA SPOSA LA SOSTENIBILITÀ: GRUPPO SALOV

A cura di

Francesco Lenoci



Il mercato dell'olio d'oliva	III
Paesi del Mediterraneo	III
L'arte del blending	III
Il gruppo Salov	IV
Storia e primo bilancio di sostenibilità	IV
Gestione degli stakeholder	V
Analisi di materialità	VI
Indice	VI
Obiettivi di sostenibilità dell'Agenda 2030	VI
Sviluppo sostenibile	X
Il Metodo Berio	X
L'agricoltura integrata	X
Progetti agronomici	XI
Life resilience	XI
Valorizzazione della biodiversità oleicola	XI
Nuove tecniche agricole di precisione nella coltivazione dell'olio	XI
Valorizzazione delle tecniche produttive sostenibili	XI
Progetti tecnologici	XII
Progetto INNOVOIL	XII
Progetto V.A.L.E.	XII
Il luogo di lavoro	XII
L'indagine di clima 2020	XIII
Impatto ambientale	XIII
Sinergia tra uomo e api	XIII
Emissioni	XIV
Consumo di acqua	XIV
Energia	XIV
Rifiuti	XV

Quando la storia olivicola sposa la sostenibilità: gruppo Salov

di Francesco Lenoci (*)

Il mercato dell'olio d'oliva

Paesi del Mediterraneo

Il 2020 è stato un anno caratterizzato da importanti produzioni nei Paesi dell'area Est Mediterraneo, soprattutto Tunisia e Italia, con una produzione totale di 2.481.000 tonnellate, di cui 350.000 prodotte in Tunisia e 366.000 in Italia.

Il prezzo dell'olio extra vergine di oliva italiano è stato inferiore rispetto alle medie degli ultimi anni. Questo ha fatto sì che molti compratori abbiano approfittato del momento per allungare le loro coperture sulle origini italiane.

La Tunisia ha prodotto volumi record e ha anche giocato un ruolo fondamentale nella discesa dei prezzi nel mercato internazionale. La produzione greca e in particolare quella dell'isola di Creta non è stata qualitativamente interessante per i *buyers*. In Spagna la campagna non è stata eccezionalmente buona sia in termini di qualità, che di volume prodotto.

Il 2020 è stato anche l'anno della pandemia, che ha influenzato i consumi di olio a livello mondiale. Non solo, anche le attività logistiche sono state condizionate dalla pandemia, soprattutto in primavera, quando in molte zone vigeva un *lockdown* generalizzato.

La pandemia ha impattato sul *modus operandi* di alcuni operatori di mercato che nella seconda parte dell'anno hanno preferito tenere l'olio come bene rifugio invece di venderlo. I dazi americani sulle origini europee sono rimasti in vigore per tutto il periodo, rendendo più complesso l'approvvigionamento di materie prime.

I prezzi, relativamente bassi, hanno incentivato la richiesta di stoccaggi privati, finanziati in Europa dalla Comunità europea e in Tunisia dallo stato tunisino. È stato un tentativo da parte della produzione di limitare la discesa dei prezzi; tentativo riuscito solo in parte almeno nel primo semestre. Nella seconda

parte dell'anno si è assistito ad un lento incremento dei prezzi dell'olio di oliva, che aveva raggiunto livelli vicino ai minimi storici.

La pandemia ha influenzato la disponibilità di forza lavoro in quelle aree dove i raccolti avvengono ancora in modo manuale. Poiché la manodopera, che di solito arriva in Europa dal Nord Africa o dai Paesi dell'Est Europa, quest'anno non si è potuta muovere, è ulteriormente diminuita la velocità di raccolto.

L'arte del blending

L'Italia, storicamente Paese produttore ed esportatore, è divenuta da alcuni anni anche il principale importatore di olio di oliva, in quanto la produzione italiana non è sufficiente a coprire i consumi nazionali.

Le 300.000 tonnellate prodotte mediamente ogni anno non coprono la domanda interna di circa 600.000 t in media e l'*export* di altre 400.000 t. È di conseguenza inevitabile che l'Italia acquisti olio dai Paesi stranieri.

L'olio extra vergine di oliva che esce dagli oleifici italiani è tra i più richiesti e apprezzati sui mercati mondiali grazie al riconoscimento di un "saper fare" nostrano tuttora ineguagliato, frutto di secoli di esperienza e maestria nel lavorare la materia prima, che ne esalta le caratteristiche qualitative.

Questo scenario, consolidatosi negli ultimi 100 anni, ha messo gli oleifici italiani nelle condizioni di ricorrere alla miscelazione di oli di differente provenienza. Nato per rispondere ad una necessità, il *blending* è presto diventato una vera e propria arte. In particolare, il *master blender* deve conoscere in profondità la materia prima, saper selezionare gli oli di migliore qualità, avere la sensibilità di accostare oli da

Nota:

(*) Docente Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano

cultivar e da provenienze diverse armonizzando profumi e gusti che variano ogni anno. Il *blending* è una fase decisiva del processo produttivo nel gruppo Salov.

Il gruppo Salov

Il 2020 è stato un anno che verrà ricordato sicuramente per molti decenni. La pandemia che ha colpito tutti i continenti ha generato nuovi scenari sia economici, sia sociali.

Il gruppo Salov ha messo in piedi sin da subito attività che, da una parte, hanno tutelato la salute di tutta la forza lavoro e, dall'altra, hanno creato elasticità produttiva e commerciale tale da affrontare le mutate condizioni dei mercati. Partendo dall'assunto che i prolungati *lockdown* che si sono verificati nel mondo intero hanno spostato i consumi da "fuori casa" a "domestici" e che il gruppo Salov vende il proprio prodotto in larga maggioranza nel canale *retail*, l'esercizio 2020 ha registrato un impatto positivo in termini di alti volumi e maggiori contribuzioni euro/litro, portando ad un picco dei profitti rispetto al *trend* storico.

Il gruppo ha migliorato tutti i suoi parametri bilancistici, cogliendo le favorevoli interconnessioni tra gli aspetti economici, finanziari e patrimoniali.

Il gruppo nel 2020 ha generato ricavi per circa 335 milioni di euro (+21,9% rispetto all'esercizio precedente), vendendo 120 milioni di litri di olio. Di questi circa 58 milioni sono venduti all'estero quasi interamente con il marchio Filippo Berio a conferma della storica vocazione aziendale all'*export* e alla volontà di far conoscere non solo un prodotto ma anche la cultura dell'olio di oliva e del saper fare italiano in tutto il mondo.

Il Nord America è l'area che importa la maggiore quantità di olio Salov, con oltre 30 milioni di litri, pari a più del 50% del totale dell'olio esportato. I restanti 62 milioni sono distribuiti sul mercato nazionale sia sotto forma di prodotto imbottigliato, che di olio sfuso destinato alle industrie alimentari (B2B).

Il gruppo ha conseguito un risultato d'esercizio pari 12 milioni di euro (+45,8% rispetto all'esercizio precedente), partendo dalla generazione di un valore aggiunto globale lordo pari a 44 milioni di euro, distribuito come mostra la Tavola 1.

Storia e primo bilancio di sostenibilità

La storia di Salov inizia nel 1867 con la costituzione della società Filippo Berio & C. Nel 1896 il marchio Filippo Berio viene registrato negli USA.

Negli anni 50 Salov è protagonista di una crescita costante che la porta a essere considerata una grande industria del panorama oleario. Come tale, entra in contatto con importanti realtà industriali come la casa farmaceutica Carlo Erba, per la quale produce l'olio extra vergine di oliva a marchio Sagra, tra i primi oli extra vergine ad essere distribuito a livello nazionale nei negozi di alimentari e nelle farmacie. L'olio extra vergine di oliva Sagra è il risultato tangibile della capacità e dell'esperienza di persone che nella cultura dell'olio sono nate e che in esso vedono al contempo un prodotto di qualità e un beneficio per la salute. Nel 1975 Salov rileva il marchio Sagra dalla Carlo Erba.

Nel 2004 Salov sposta lo stabilimento di pochi chilometri. Il nuovo impianto sorge a Massarosa, in una zona adiacente al parco naturale Migliarino-San Rossore-Massaciuccoli. Lo stabilimento, gli Uffici, i magazzini si trovano di fronte alla bellezza del lago di Massaciuccoli la cui armonia e quiete sono l'anticamera dell'impianto nel quale l'olio di oliva viene prodotto con maestria e passione.

Nel 2015 il gruppo Bright Food di Shanghai acquista Salov dalla Famiglia Fontana. Facendo ingresso in Salov, il gruppo Bright Food ha inteso non solo mantenere l'identità e la tradizione del saper fare dell'azienda, ma anche confermare la fedeltà alla *mission* storica: scegliere, produrre e distribuire olio di qualità nel mondo.

Le strategie verso l'internazionalizzazione e il presidio *in loco* dei mercati emergenti continuano con l'apertura di numerose consociate e tra il 2017 e il 2020 vengono inaugurate le filiali Filippo Berio di Russia, Brasile e Cina, nonché l'Ufficio commerciale in Canada.

Le frontiere che più stanno a cuore a Salov, tuttavia, risiedono ieri come oggi nel miglioramento continuo della qualità del prodotto e della sostenibilità, nel rispetto di una missione nata più di 150 anni fa.

L'impegno di Salov per la promozione e il miglioramento continuo della cultura della

Tavola 1 - Distribuzione del valore aggiunto

Azionisti		5,09%
Dipendenti		50,81%
Pubblica amministrazione		11,53%
Partner finanziari		10,10%
Sistema impresa		22,15%
Collettività	0,32%	

sostenibilità si rafforza con la redazione del primo bilancio di sostenibilità, che ha l'obiettivo di favorire un dialogo trasparente con gli *stakeholder* basato sulla fiducia e sulla collaborazione reciproca.

Salov ha deciso di redigere il documento, che verrà pubblicato con cadenza biennale, per adempiere agli obblighi previsti riguardo alla comunicazione di informazioni non finanziarie, di carattere ambientale e sociale, fornite secondo gli *standards* del *Global reporting initiative - GRI*. I dati e le informazioni presenti nel documento si riferiscono a Salov S.p.A. relativamente all'esercizio chiuso al 31 dicembre 2020 e, laddove specificatamente esplicitato, ad alcuni progetti di particolare rilievo avviati nei primi mesi del 2021 o realizzati negli anni precedenti al periodo di rendicontazione ma significativi per comprendere l'evoluzione della sostenibilità in azienda.

Gestione degli stakeholder

In occasione della redazione del suo primo bilancio di sostenibilità, Salov ha rafforzato il dialogo trasparente, continuativo, costruttivo e, soprattutto, strutturato con tutti i soggetti con i quali entra in relazione nello svolgere la propria attività. La consapevolezza che l'azienda sia un sistema aperto che scambia continuamente risorse con i mercati, le comunità e i territori ha messo in evidenza il tema delle istanze e delle aspettative degli *stakeholder* e del loro contributo ad affermare l'identità e i valori di Salov. La percezione che gli *stakeholder* hanno di Salov e della sua capacità di rispondere alle loro aspettative diventa un fattore strategico che consente all'azienda di intervenire nel processo di miglioramento continuo delle aree segnalate dagli *stakeholder* stessi.

Gli *stakeholder* sono stati classificati sulla base della loro capacità di influenzare Salov nel raggiungimento dei propri obiettivi. In particolare sono state identificate tre macro-categorie di *stakeholder*:

1) *stakeholder* primari ossia coloro che contribuiscono attivamente al raggiungimento della missione e degli obiettivi di Salov e che, con diverse prospettive, costituiscono la ragion d'essere dell'impresa. Essi si dividono in interni ed esterni:

- primari interni:
 - Bright Food;
 - personale aziendale;
- primari esterni:
 - consumatori;
 - clienti;
 - fornitori di olio;
 - fornitori di servizi logistici;
 - *copacker*;

2) *stakeholder* di/a supporto, ossia coloro che collaborano con Salov affinché possa perseguire la propria missione e i propri obiettivi:

- *mass media*;
 - comunità locale;
 - CNR;
 - istituzioni locali (parco, Comune, Provincia ecc.);
- 3) *stakeholder* di sistema, ossia coloro che concorrono indirettamente al raggiungimento della missione e degli obiettivi di Salov:
- associazioni di categoria (Confindustria, Assitol ecc.);
 - università.

L'ascolto e il confronto con gli *stakeholder* sono stati organizzati in quattro momenti differenti:

- 4 *focus group*, ai quali hanno partecipato 27 persone che lavorano in Salov;
- 20 interviste personali, che hanno coinvolto i *manager* delle posizioni apicali;

- 17 interviste personali con *stakeholder* esterni;
- un'indagine sul clima aziendale alla quale hanno partecipato 122 persone.

La fase di ascolto ha messo in luce istanze e temi che sono stati successivamente misurati in una Sezione specifica dell'indagine di clima. Per la prima edizione del bilancio di sostenibilità, Salov ha misurato le sole istanze delle persone che lavorano in azienda.

Analisi di materialità

Le istanze/i temi rilevati sono:

- continuare a produrre prodotti di qualità;
- aumentare la visibilità sul territorio locale;
- continuare nel processo di miglioramento continuo;
- proseguire nella politica di investimenti e di progetti di innovazione;
- promuovere la parità di genere in azienda;
- favorire la possibilità di cambiare i processi e le consuetudini in azienda;
- riconoscere i cambiamenti nel mondo e adattarsi di conseguenza (adattamento ai cambiamenti);
- promuovere la comunicazione e la collaborazione tra i reparti;
- rendere la comunicazione interna continua ed efficace;
- far crescere le persone di Salov da un punto di vista professionale e personale (crescita professionale);
- incrementare la riconoscibilità dei marchi in Italia e nel mondo.

Salov ha identificato la priorità delle istanze/ dei temi impiegando due matrici:

1) matrice dell'importanza. Riporta la rilevazione dell'importanza, per Salov e per gli *stakeholder*, dei temi misurati sulla base dell'opinione diretta e personale dei singoli partecipanti all'indagine di clima;

2) matrice della capacità di risposta. Riporta la correlazione tra importanza dei temi misurati per gli *stakeholder* e la capacità di risposta agli stessi di Salov. La matrice tiene conto del solo punto di vista personale degli *stakeholder* che valutano le istanze in base all'importanza che loro attribuiscono ad esse e la loro idea circa la capacità di risposta di Salov.

La priorità delle istanze per gli *stakeholder* interni coincide sostanzialmente in entrambi le matrici.

Indice

L'indice del bilancio di sostenibilità è riportato nella Tavola 2.

Obiettivi di sostenibilità dell'Agenda 2030

L'impegno di Salov nel migliorare l'efficienza e le *performance* ambientali e sociali dei suoi processi, contribuendo a uno sviluppo sostenibile, è testimoniato anche dall'impatto dell'azienda sugli obiettivi che fanno parte dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite. L'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile è il programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità sottoscritto nel settembre del 2015 da 193 Paesi aderenti all'ONU. L'Agenda è composta da 17 obiettivi, i *Sustainable development goals* - SDGs, in un programma che comprende complessivamente 169 sotto-obiettivi:

- 1) sconfiggere la povertà;
- 2) sconfiggere la fame;
- 3) salute e benessere;
- 4) istruzione di qualità;
- 5) parità di genere;
- 6) acqua pulita e servizi igienico-sanitari;
- 7) energia pulita e accessibile;
- 8) lavoro dignitoso e crescita economica;
- 9) imprese, innovazione e infrastrutture;
- 10) ridurre le diseguaglianze;
- 11) città e comunità sostenibili;
- 12) consumo e produzione responsabili;
- 13) lotta contro il cambiamento climatico;
- 14) vita sott'acqua;
- 15) vita sulla terra;
- 16) pace, giustizia e istituzioni solide;
- 17) *partnership* per gli obiettivi.

L'Agenda 2030 ha identificato i traguardi da raggiungere per affrontare temi importanti quali la lotta alla povertà, l'eliminazione della fame e il contrasto al cambiamento climatico. L'Agenda enfatizza il fatto che gli obiettivi sono "comuni" perché nella sfida dello sviluppo sostenibile nessuno è escluso: né persone né nazioni. Salov, in particolare, contribuisce a sviluppare gli SDGs riportati nelle Tavole da 3 a 10.

Tavola 2 - Indice del bilancio di sostenibilità

Nota metodologica
Intervista all'amministratore delegato
Il 2020 di Salov in breve
La storia dell'olivo
La storia dell'olio di oliva
L'identità di Salov
La storia Il miglioramento continuo Missione e valori La gestione degli <i>stakeholder</i> Il dialogo e il confronto Salov visto da vicino L'analisi di materialità Salov e gli obiettivi di sostenibilità dell'Agenda 2030
La governance
Il sistema di <i>governance</i> Il profilo di Bright Food
Salov: la bellezza dell'olio è nella qualità
L'olivicoltura nel mondo Salov e l'olio Produzione dell'olio extra vergine di oliva La qualità senza compromessi Materie prime e materiali L'arte del <i>blending</i> Il Metodo Berio L'agricoltura integrata La storia dei <i>brand</i> I <i>brand</i> oggi
Ricerca e innovazione
Progetti agronomici: Salov e CNR-IBE Progetti tecnologici
Il rapporto con il territorio
Comune di Massarosa Ospedale Versilia ONLUS locali
Impatto ambientale
La coscienza ecologica di Salov Emissioni La gestione della risorsa idrica Energia La gestione dei rifiuti L'impatto acustico
Impatto sociale
L'indagine di clima 2020 Risorse umane La formazione Le relazioni sindacali Il luogo di lavoro

La gestione della sicurezza in Salov
Sicurezza Formazione sulla sicurezza
Impatto economico
Situazione della società e andamento della gestione Mercato dell'olio di oliva Principali indicatori di risultato economici e finanziari Distribuzione del valore aggiunto La gestione dei rischi
Allegati
GRI

Tavola 3 - Porre fine alla fame, raggiungere la sicurezza alimentare, migliorare la nutrizione e promuovere un'agricoltura sostenibile (SDG 2)

Salov fornisce il proprio contributo al raggiungimento di questo SDG intervenendo sia sui propri processi produttivi sia sugli anelli della filiera a monte e a valle dello stabilimento.

A monte, attraverso il protocollo Metodo Berio per il mercato italiano, Salov favorisce l'adozione in olivicoltura delle pratiche di agricoltura integrata. Ciò contribuisce a garantire sistemi di produzione alimentare sostenibili e a implementare pratiche agricole resilienti, in grado di aumentare la produttività e la produzione, aiutare a proteggere gli eco sistemi, rafforzare la capacità di adattamento ai cambiamenti climatici e migliorare progressivamente la qualità del suolo.

Sul rispetto degli *standard* qualitativi e di sicurezza alimentare dell'olio vigilano costantemente i severi controlli chimico-fisici e organolettici eseguiti alla fonte, all'ingresso nello stabilimento, durante la lavorazione e sui lotti pronti alla commercializzazione. Si tratta di una batteria di verifiche tanto approfondita da consentire previsioni accurate sulla capacità di ogni *blend* di sostenere i fisiologici processi d'invecchiamento. Sotto quest'ultimo profilo, inoltre, Salov collabora al programma di ricerca *Long Life Oil*, co-finanziato dal Fondo europeo di sviluppo regionale e sviluppato di concerto con il Dipartimento di scienze agrarie, alimentari e agroambientali dell'Università di Pisa, il Consorzio polo tecnologico Magona e il *Lab Nest (National enterprise for nanoscience and nanotechnology)* della Scuola normale superiore di Pisa. Il programma è finalizzato allo sviluppo di tecnologie innovative idonee a stabilizzare le caratteristiche analitiche, nutrizionali e organolettiche degli oli di oliva, prolungando la *shelf-life* del prodotto imbottigliato.

Nella filiera a valle dello stabilimento, Salov e i suoi marchi promuovono, attraverso il corredo informativo sulle etichette e nei punti vendita i siti *web* e i social, le campagne di comunicazione e pubblicitarie, l'importanza di un'alimentazione sana ed equilibrata ai fini della salute e del benessere. Questo avviene per tutti i mercati di Salov.

Tavola 4 - Garantire a tutti la disponibilità e la gestione sostenibile dell'acqua e delle strutture igienico sanitarie (SDG 6)

Salov contribuisce all'obiettivo di aumentare considerevolmente entro il 2030 l'efficienza dell'utilizzo dell'acqua in ogni settore. Da alcuni anni l'azienda ha introdotto un processo di raffinazione innovativo, frutto del progetto di ricerca INNOVOIL condotto in collaborazione con il Dipartimento di ingegneria chimica dell'Università di Pisa, che consente di ottimizzare i consumi idrici ed energetici oltre a ridurre l'utilizzo di reagenti e coadiuvanti, valorizzare gli scarti di lavorazione e aumentare i livelli di sicurezza. Il miglioramento dell'efficienza idrica dell'impianto di Massarosa, il cui consumo specifico di acqua sta calando costantemente, testimonia l'efficacia dell'intervento.

Sin dall'atto dell'insediamento a Massarosa, inoltre, Salov si è fatta carico di migliorare la qualità delle acque e preservare l'equilibrio della catena trofica del lago di Massaciuccoli sia eseguendo opportune operazioni di pulizia, sia dotandosi di un sistema di depurazione dimensionato per trattare una portata di reflui equivalente ai bisogni di una cittadina di circa 20.000 abitanti.

Tavola 5 - Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti (SDG 8)

L'azienda lavora costantemente allo sviluppo di piani strategici che prevedono investimenti di medio e lungo termine. Questi piani non solo garantiscono all'azienda stessa una crescita economica controllata e costante nel tempo, ma coniugano uno sviluppo sostenibile che includa un ricambio generazionale continuo. Per questo Salov forma e sviluppa costantemente le competenze delle proprie risorse interne, consapevole delle diverse esigenze specifiche e, allo stesso tempo, ricerca talenti in grado di garantire un reale valore aggiunto per il futuro.

Dal punto di vista agricolo, presso il centro studi e innovazione di Villa Filippo Berio, Salov porta avanti in *partnership* con il CNR progetti e sperimentazioni a lungo termine, mirati a migliorare gli *standard* di produttività in maniera sostenibile.

Tavola 6 - Costruire un'infrastruttura resiliente e promuovere l'innovazione ed una industrializzazione equa, responsabile e sostenibile (SDG 9)

L'approccio teso al miglioramento continuo aumenta l'efficienza nell'utilizzo delle risorse grazie all'adozione di tecnologie e processi industriali più puliti e sostenibili per l'ambiente. In particolare, il sostegno e il coinvolgimento attivo di Salov nella ricerca scientifica applicata sta stimolando lo sviluppo di innovazioni di processo e di prodotto destinate ad avere un impatto rilevante sia sul settore industriale, sia sul mercato.

Esempi in questo senso sono i progetti Oliva Plus e V.A.L.E. condotti in collaborazione con l'Università di Pisa e il Consorzio polo tecnologico Magona.

Oliva Plus ha avuto per oggetto la messa a punto di un processo innovativo di produzione di olio di oliva reintegrato delle preziose componenti nutraceutiche presenti alla spremitura e che vanno perdute durante la raffinazione.

Il progetto V.A.L.E. ha perfezionato lo studio di fattibilità e di caratterizzazione eseguiti in sede di Oliva Plus, ponendosi come obiettivo quello di arrivare alla produzione e alla messa in commercio di una gamma di oli di oliva a valore nutraceutico aumentato.

Tavola 7 - Garantire modelli sostenibili di produzione e di consumo (SDG 12)

In relazione agli oli prodotti secondo il Metodo Berio, Salov seleziona esclusivamente oliveti che applicano i principi della produzione integrata nel pieno rispetto dell'ecosistema.

In questo modo, rendendo possibile ed economicamente profittevole per gli agricoltori l'adozione di metodi di agricoltura sostenibile, Salov promuove fattivamente l'affermarsi di un modello di produzione e di consumo in linea con gli SDGs.

Tavola 8 - Adottare misure urgenti per combattere il cambiamento climatico e le sue conseguenze (SDG 13)

Salov ha contribuito ad abbattere le emissioni di CO₂ grazie a un impianto di trigenerazione dell'energia. L'impianto produce quasi il 50% dell'energia elettrica necessaria alla fabbrica e, grazie al recupero e conversione dell'energia termica, fornisce il 50% dell'energia frigorifera.

Inoltre, nell'ambito del programma europeo *Life resilience*, Salov sta sperimentando in collaborazione con il CNR il recupero di cultivar declinanti che appartengono al patrimonio varietale italiano allo scopo sia di sviluppare genotipi resistenti ai patogeni, sia di dare nuovo impulso alla silvicoltura, con tutti i benefici a questa correlati in termini di assorbimento di CO₂ e di mitigazione delle conseguenze idrogeologiche dei cambiamenti climatici.

Tavola 9 - Proteggere, ripristinare e favorire un uso sostenibile dell'ecosistema terrestre (SDG 15)

L'agricoltura integrata, elemento centrale del Metodo Berio, ha tra i suoi obiettivi la salvaguardia dell'ambiente. Se è vero che tutti i disciplinari contengono indicazioni dirette alla cura e alla conservazione del territorio, quelli di agricoltura integrata si distinguono per la loro natura eminentemente locale proprio perché le coltivazioni, per essere realmente sostenibili, devono tener conto delle condizioni specifiche di ciascun territorio e di ciascuna Regione.

In questo contesto, il rispetto dell'ecosistema terrestre viene favorito proprio dall'applicazione dei diversi disciplinari locali di agricoltura integrata.

Tavola 10 - Rafforzare i mezzi di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile (SDG 17)

Per avere successo, l'Agenda per lo sviluppo sostenibile richiede partenariati tra governi, settore privato e società civile. Queste collaborazioni inclusive, costruite su principi e valori, su una visione comune e su obiettivi condivisi, che mettono al centro le persone e il pianeta, sono necessarie a livello globale, nazionale, regionale e locale.

Salov si assume la responsabilità di far adottare pratiche di agricoltura sostenibile ai propri fornitori e, consapevole degli investimenti che i fornitori devono affrontare adottando il protocollo Metodo Berio, contribuisce alla copertura dei costi.

Sviluppo sostenibile

Il Metodo Berio

Tutte le attività di Salov partono dal concetto di sviluppo sostenibile. Il Metodo Berio è un esempio di questo approccio virtuoso. Sviluppato per il mercato italiano, consiste in un processo produttivo tracciato e certificato dal campo alla bottiglia, che si basa sui principi di sostenibilità insiti nell'agricoltura integrata. Con il Metodo Berio, Salov si assume la responsabilità dell'impatto ambientale e della qualità dell'olio di oliva sin "dal campo" coinvolgendo i produttori, invitandoli a partecipare a un processo di miglioramento continuo, comune e condiviso.

I pilastri del Metodo Berio sono:

- la sostenibilità ambientale attraverso l'adozione, da parte delle aziende agricole fornitrici delle materie prime, dei protocolli di agricoltura integrata, dimostrati da certificazioni specifiche;
- la tracciabilità, con un sistema completo ed esaustivo, di tutto l'olio extra vergine. Si parte dalla coltivazione delle piante che sono seguite da tecnici specializzati che verificano modalità di coltivazione (con riduzione dell'utilizzo di pesticidi), analisi fogliare, potatura, controllo integrato degli infestanti. Si arriva alla bottiglia il cui lotto può essere tracciato sul sito individuando la zona di provenienza dell'olio, le analisi organolettiche e il profilo sensoriale;
- la definizione di parametri chimico-fisici e organolettici più stringenti di quanto fissato dalla normativa vigente e l'impegno a garantire un profilo organolettico costante nel tempo;
- la certificazione dell'intero processo da parte di un ente terzo, individuato in SGS, che attesta sia la qualità del prodotto, sia la sostenibilità ambientale.

Sviluppando il Metodo Berio, Salov ha scelto di assumere un ruolo in prima linea nel controllo e nella gestione della responsabilità dell'impatto ambientale e della qualità dell'olio di

oliva a partire dalla produzione destinata al mercato italiano di un marchio di eccellenza come Filippo Berio, coinvolgendo i produttori di diversi Paesi, invitandoli a partecipare a un processo di miglioramento comune e condiviso.

L'agricoltura integrata

L'agricoltura integrata, usata dal Metodo Berio, è un sistema agricolo di produzione di generi alimentari che ottimizza l'uso delle risorse e i meccanismi di regolazione naturali, assicurando nel lungo termine un'agricoltura vitale e sostenibile. I metodi e le tecniche di coltivazione e i processi chimici in essa utilizzati sono scelti con cura, cercando un equilibrio tra ambiente, redditività ed esigenze sociali.

Coltivare la terra secondo i principi dell'agricoltura integrata significa ottenere una produzione di qualità elevata utilizzando mezzi e metodi di gestione rivolti a garantire la tutela della salute e la salvaguardia dell'ambiente. L'agricoltura integrata privilegia l'impiego di tecniche colturali di tipo agronomico e di lotta guidata, considerando i mezzi chimici come l'ultima risorsa da impiegare.

Nella pratica, coltivare seguendo i principi dell'agricoltura integrata significa:

- gestire il terreno attraverso appropriate rotazioni;
- utilizzare nutrienti minerali per la fertilizzazione in funzione delle esigenze colturali e dell'analisi del terreno;
- controllare le erbe infestanti con mezzi agronomici e meccanici;
- ricorrere agli antiparassitari solo in caso di necessità, utilizzando sostanze chimiche a bassa tossicità, integrando possibilmente strategie di difesa biologica e strategie preventive;
- utilizzare varietà con resistenze naturali e adatte all'ambiente;
- non utilizzare prodotti chimici per la conservazione.

Progetti agronomici

La collaborazione di prestigio attivata con il CNR-IBE (Consiglio nazionale delle ricerche - Istituto per la bioeconomia) si propone di sviluppare metodologie di coltivazione e pratiche agronomiche che siano allo stesso tempo sempre più efficienti e sostenibili per migliorare la qualità dell'olio, attraverso diversi studi:

- 1) *Life resilience*;
- 2) valorizzazione della biodiversità oleicola;
- 3) sviluppo di tecniche agricole di precisione nella coltivazione dell'olivo;
- 4) valorizzazione delle tecniche produttive sostenibili.

Life resilience

La sinergia tra Salov e il CNR è iniziata con il progetto europeo *Life resilience* per il contrasto alla Xylella Fastidiosa, un batterio parassita che può attaccare vari tipi di piante, tra cui la vite, il pesco, il mandorlo, gli agrumi, l'oleandro e l'olivo. Il batterio colonizza i tessuti vascolari delle piante ospiti ostruendoli e causando la morte delle stesse. La diffusione può avvenire sia attraverso materiale di propagazione, con piante intere o con innesti, sia tramite gli insetti vettori (nel caso dell'olivo la c.d. Sputacchina, *Philaenus Spumarius*).

L'impegno di Salov non si limita all'investimento in ricerca e innovazione. Consapevole delle dinamiche e delle esigenze del settore in cui opera, Salov sente la responsabilità di contribuire a migliorare l'intero sistema, perciò i risultati di alcune ricerche vengono condivisi, diventando patrimonio comune per una produzione olivicola di qualità.

Valorizzazione della biodiversità oleicola

Per dare nuova linfa e slancio a un settore che tende sempre più verso la standardizzazione, Salov e CNR hanno avviato un programma finalizzato a valorizzare le potenzialità della biodiversità oleicola in Italia, il Paese che vanta il maggior numero di varietà di olive al mondo.

Le antiche cultivar toscane e dell'Italia centrale cadute in disuso, una volta recuperate, rappresenteranno le gemme di una delle aree più vocate alla coltivazione dell'olivo e potrebbero risultare decisive per contrastare i grandi

cambiamenti climatici che si stanno verificando e che impongono sforzi senza precedenti.

Il progetto, entrato nella seconda fase, ha portato alla messa a dimora nell'oliveto di Villa Filippo Berio di 52 diverse varietà pronte ad essere studiate. Provenienti prevalentemente da aree marginali del centro Italia, queste cultivar sono tutte rappresentative di un'olivicoltura tradizionale contraddistinta da minori esigenze agronomiche.

Il progetto sarà molto utile a far riscoprire piante oggi poco coltivate, contribuendo a imprimere nuova forza al settore oleicolo. Lo studio di questa biodiversità locale, inoltre, può rivelarsi utile anche a individuare piante meno suscettibili alla Xylella Fastidiosa.

Nuove tecniche agricole di precisione nella coltivazione dell'olio

Il progetto ha l'obiettivo di sviluppare tecniche di produzione all'avanguardia, portando l'agricoltura di precisione nel settore olivicolo. Le tecnologie prevedono l'installazione di una rete di monitoraggio in tempo reale dell'intero ambiente produttivo: dalla pianta, al suolo, all'aria.

Per raggiungere gli obiettivi prefissati sono stati impiegati sensori intelligenti *wireless* inseriti sulle piante e nel suolo, collegati in rete, e droni e satelliti per le osservazioni aeree. In questo modo gli olivi potranno esprimere il loro potenziale al massimo, migliorando le proprietà chimiche e organolettiche dell'olio.

Valorizzazione delle tecniche produttive sostenibili

La collaborazione con il CNR ha anche lo scopo di promuovere una produzione oleicola sempre più sostenibile e rispettosa dell'ambiente, attraverso il potenziamento della produttività e l'attenzione verso le problematiche ambientali. In questo contesto, ad esempio, è stata effettuata una sperimentazione relativa all'applicazione di un metodo innovativo per monitorare la presenza della mosca delle olive, uno dei parassiti più importanti delle colture di olivo. Al fine di semplificare le strategie di controllo di questo insetto, il CNR ha studiato un prototipo di sensore elettrico che rileva la presenza dei parassiti adulti nell'oliveto in tempo reale.

Progetti tecnologici

Progetto INNOVOIL

Salov, con il progetto INNOVOIL (Innovazione di processo e di impianto per la produzione sostenibile di olio alimentare) iniziato nel 2009 e concluso nel 2011, era già impegnata in ambito sostenibile più di 10 anni fa. L'intento era introdurre nel processo produttivo alcune tecnologie innovative in grado di migliorare le prestazioni ambientali del processo di raffinazione in un'ottica di attenzione e rispetto per l'ambiente sempre maggiori.

Progetto V.A.L.E.

Con il progetto V.A.L.E. (Valorizzazione di scarti agroalimentari per la produzione di olio di oliva a valore nutraceutico aumentato) Salov entra nel paradigma dell'economia circolare. Svolto in collaborazione con l'Università di Pisa e il Consorzio polo tecnologico Magona, il progetto reintegra nell'olio di oliva alcuni componenti nutraceutici che vanno dispersi nel corso del processo di raffinazione.

Obiettivo del progetto è l'implementazione e la progettazione di un impianto di produzione dell'olio che conduca allo sviluppo e alla commercializzazione di una nuova linea di oli di oliva a valore nutraceutico aumentato.

Il luogo di lavoro

Capire Salov significa comprendere l'identità più profonda della qualità e del saper fare italiano. Te ne accorgi subito quando arrivi e inizi a viverla, a conoscerla, a incontrare le sue persone, a raccontarla.

A partire dal paesaggio. Salov si affaccia su una delle meraviglie naturalistiche più suggestive della Toscana: il lago di Massaciuccoli. Siamo a Massarosa, in Provincia di Lucca a due passi da Viareggio. Il lago tutto intorno mostra la magnifica e sontuosa fragilità della natura che lo circonda e di cui è custode geloso. Salov è lì, e sa di dover meritare e proteggere tutti i giorni il privilegio di vivere la sua vita aziendale in un posto così bello e unico, dove ogni tanto si vedono volare gli aironi, dove non è raro incontrare il falco di palude, dove la natura guarda la fabbrica e la fabbrica ammira la natura.

In questo bellissimo ecosistema Salov produce olio extra vergine di oliva di qualità. Delle

partite d'olio, selezionate con estrema cura, che arrivano tutti i giorni nelle autobotti, il personale Salov arriva a conoscere tutto: provenienza, cultivar presenti, composizione chimica, gusto e profumo.

Prima di essere imbottigliato, l'olio viene analizzato, assaggiato, studiato da un *master blender* che ha il compito di dare un'identità stabile e armoniosa al prodotto finale, valorizzando e bilanciando gusto e sentori affinché l'olio sia equilibrato nel tempo. Solo allora l'olio extra vergine è pronto a varcare i cancelli dello stabilimento e a portare nel mondo un *brand* che è un capolavoro di gusto, sapore e benessere.

Salov pone particolare attenzione al benessere e alla crescita delle proprie persone. Questi aspetti si riflettono anche nella cura dell'azienda nei confronti dei luoghi di lavoro, che negli ultimi anni hanno subito numerose migliorie.

Gli Uffici tecnici sono stati rinnovati e abbelliti e inseriti nel tour aziendale che permette ai visitatori di percepire la cura messa in ogni aspetto.

Convinti che la bellezza in generale e la gradevolezza del luogo di lavoro siano elementi fondamentali per confermare l'attenzione alle risorse umane, sono stati effettuati degli interventi anche nei bagni, negli spogliatoi degli operai, nel locale mensa per fornire alle persone spazi più funzionali e piacevoli nei quali lavorare.

Il benessere aziendale si declina anche nel concetto di bellezza come fonte di ispirazione per gestire un'azienda. La posizione nella zona pre-parco Migliarino-San Rossore-Massaciuccoli e la vista sul lago di Massaciuccoli creano un contesto ambientale unico e di rara armonia.

Nel rispetto di questa bellezza, Salov ha commissionato a un famoso *street artist* la decorazione di cinque cisterne destinate alla raccolta delle acque derivanti dal sito produttivo. Il risultato è una vera e propria opera d'arte dal titolo "Tra cielo, olio e terra", in grado di integrarsi in perfetta armonia con il paesaggio circostante contribuendo così a portare altra bellezza.

Le 5 cisterne in vetroresina sono state lavorate con la tecnica dei graffiti che combina la pittura figurativa con la *street art*. Le immagini riprendono elementi iconici che contraddistinguono l'azienda e i suoi *brand* storici, Filippo Berio e Sagra, inseriti all'interno di un *trompe*

l'oeil che traccia il profilo delle Alpi Apuane che si stagliano alle spalle dello stabilimento (1).

L'indagine di clima 2020

L'organico di Salov nel 2020 è composto da 211 persone dislocate nelle due sedi italiane a Massarosa e Milano 2 (Segrate). Se si includono le 5 filiali estere (Filippo Berio USA, Filippo Berio Russia, Filippo Berio UK, Filippo Berio Do Brasil Alimentos, Filippo Berio Shanghai), le persone aumentano a 273. Nell'ultimo anno le risorse umane in Italia sono cresciute del 9,3% (193 nel 2019), grazie all'entrata di 24 nuove persone e all'uscita di 6 risorse. Si segnala in particolare una crescita netta (+80%) della fascia d'età minore di 35 anni, passata da 15 risorse nel 2019 a 27 nel 2020.

Il 97% delle persone ha un contratto a tempo indeterminato, dato che si rivela tendenzialmente stabile nel corso degli anni. La percentuale di dipendenti di sesso femminile si conferma intorno al 15% sul totale, rapporto motivato da una netta prevalenza maschile nell'impianto produttivo dovuta alla tipologia di lavoro. Va inoltre segnalato, anche nel caso delle risorse umane, il legame storico con il territorio. Una grandissima parte dei lavoratori di Salov proviene infatti dalla Provincia di Lucca o da quelle limitrofe e tra i *senior manager* ben il 69% proviene dalla Regione Toscana nella quale l'azienda ha la propria sede principale.

L'indagine di clima, cui ha partecipato il 59% dei dipendenti, è stata eseguita attraverso la somministrazione di un questionario *on line* tra il 23 novembre e l'11 dicembre 2020. La ricerca ha misurato la forza della relazione tra Salov e le risorse umane, che si è rivelata solida. Missione e valori sono condivisi trasversalmente in tutta l'azienda. Oltre l'80% delle persone che hanno partecipato all'indagine ha dichiarato di essere d'accordo o molto d'accordo con la missione. E da essa discendono i valori identitari che guidano l'agire delle persone quali:

- solidità finanziaria;
- cura delle persone;
- rispetto per l'ambiente;
- bellezza.

Le persone non si sono limitate a riconoscere i valori dell'identità di Salov, ma hanno dichiarato di dividerli e promuoverli lavorando

ogni giorno per produrre un olio di oliva di qualità.

L'impegno di Salov per creare le condizioni affinché l'ambiente di lavoro valorizzi le persone è confermato dalla misurazione del clima aziendale che è stato valutato maggiore di 7,5/10.

Il clima positivo è attribuibile a:

- rapporto con i colleghi (considerato positivo dal 90% degli intervistati);
- infrastruttura (considerata "bella" dall'86% degli intervistati). Di questi, un 10% riconosce inoltre un marcato miglioramento rispetto agli anni passati.

Gli elementi principali che definiscono la relazione tra l'azienda e le persone sono:

- la soddisfazione di lavorare in Salov: valutata 8,6/10;
- l'orgoglio di appartenenza: valutato 8,6/10;
- la reputazione: valutata 8,3/10.

La formazione, elemento cardine attraverso il quale Salov si impegna a mantenere aggiornate le competenze delle persone, è erogata sia in modalità tradizionale, che *on line*. I corsi sono mirati non solo alle specificità aziendali, ma anche all'affinazione degli *skills* personali e di gruppo.

Le persone che hanno considerato il clima aziendale positivo allo stesso tempo hanno dato una valutazione superiore alla media a tutti gli elementi dell'indagine. Ciò testimonia la relazione diretta tra clima aziendale e *performance*.

Impatto ambientale

Sinergia tra uomo e api

Salov si è dotata di un sistema di gestione ambientale certificato secondo lo *standard* ISO 14001 per gestire al meglio i propri impatti sull'ambiente. Inoltre, per esercitare l'attività dello stabilimento di Massarosa, Salov è in possesso di Autorizzazione integrata ambientale (AIA).

Nota:

- (1) Nello specifico gli elementi iconici rappresentati sono:
- il volto di Filippo Berio, il padre fondatore del *brand premium* dell'azienda, esportato oggi in 75 Paesi al mondo;
 - la firma originale di Filippo Berio, che si trova sulle etichette di tutti i prodotti del *brand*;
 - l'immagine delle due bottiglie Filippo Berio e Sagra;
 - l'albero di olivo dorato, che caratterizza le etichette Filippo Berio destinate al mercato italiano.

Infine, nella fabbrica di Massarosa, Salov ha collocato un alveare nella zona dell'impianto di trattamento delle acque; un completamento dei processi adottati per gestire al meglio il proprio impatto ambientale. Le api, infatti, sono, tra le altre cose, delle sentinelle della qualità dell'ambiente. La loro sensibilità agli inquinanti indica all'uomo i livelli di contaminazione consentendo di intervenire prontamente.

Emissioni

Nel corso del 2020 Salov ha monitorato le proprie emissioni in atmosfera, nei mesi di giugno e dicembre, come previsto dal piano di monitoraggio dell'Autorizzazione integrata ambientale (AIA). Il confronto con l'esercizio precedente è riportato nella Tavola 11.

Consumo di acqua

L'acqua, necessaria per realizzare i processi produttivi e per il mantenimento del verde di Salov, è captata da due fonti: l'acquedotto di Gaia S.p.A., che costituisce la principale fonte di approvvigionamento idrico e le acque superficiali. L'attenzione di Salov alla gestione dell'acqua è meticolosa su tutti i 33 ettari in cui si sviluppa lo stabilimento produttivo e sui circa 4 km di tubazioni che lo alimentano.

Il consumo di acqua è sempre monitorato attentamente e rapportato all'andamento produttivo (quantità di olio prodotto). Negli ultimi 2 anni, i consumi di acqua provenienti dalle 2 fonti, confrontati con la produzione di olio, mostrano un decremento del 14,6% di consumo specifico unitario (litro di acqua consumato/litro olio prodotto). Si veda la Tavola 12.

L'analisi delle acque di scarico è compiuta settimanalmente dal laboratorio interno di Salov. Nel corso del 2020 l'acqua per le analisi è stata prelevata sia nel punto di campionamento ufficiale presso il depuratore Gaia, sia all'uscita del depuratore biologico interno allo stabilimento (UBIO). Nel 2020 la qualità degli scarichi idrici è migliorata, essendo diminuita la presenza degli elementi riportati nella Tavola 13.

Energia

Parte dell'energia impiegata nell'impianto di Massarosa è prodotta da un impianto di trigenerazione installato nel 2010 che fornisce circa il 50% del fabbisogno di energia elettrica e di energia frigorifera. L'energia elettrica prodotta immessa in rete ne riduce il costo e ne aumenta l'efficienza in termini di sostenibilità ambientale.

Tavola 11 - Emissioni dirette di CO

EMISSIONI DIRETTE DI CO (KG/CO)		
2019		609
2020	314	

Tavola 12 - Consumo specifico di acqua

	2019	2020
Consumi acqua (litri)	115.772.000	137.072.000
Olio prodotto (litri)	98.802.985	130.242.581
Consumo specifico unitario di acqua (litri)	1,17	1,05

Tavola 13 - Elementi degli scarichi idrici

	2019	2020
Chemical oxygen demand - COD immesso in fognatura per unità di prodotto (kg/t)	0,87	0,56
Solfato - SO ₄ immesso in fognatura per unità di prodotto (kg/t)	6,61	6,34

Tavola 14 - Energia elettrica consumata

Energia elettrica consumata per unità di prodotto (kWh/t)		
2019		209,66
2020	181,68	

Tavola 15 - Energia termica consumata

Energia termica consumata per unità di prodotto (GJ/t)		
2019		3,6
2020	2,8	

Tavola 16 - Rifiuti pericolosi e non pericolosi

	2019	2020
Rifiuti non pericolosi (kg)	1.966.978	2.260.788
Rifiuti pericolosi (kg)	41.932	401.797
Totale rifiuti prodotti (kg)	2.008.910	2.662.585

Inserto

La produzione e i consumi di energia sono monitorati e registrati con frequenza mensile. I consumi specifici di energia continuano a migliorare grazie all'attività di monitoraggio mensile, come mostrano le Tavole 14 e 15.

Rifiuti

Nella produzione di olio di oliva i rifiuti sono prodotti prevalentemente dai processi di filtrazione, di raffinazione (terre coloranti e fanghi di depurazione) e dal confezionamento (imballaggi di vario tipo). Nel 2020 i rifiuti prodotti sono aumentati del 32,5% rispetto al 2019, un incremento legato soprattutto alla maggior produzione. Si veda la Tavola 16.

È da sottolineare, comunque, l'ottimo risultato raggiunto nell'impiego delle terre decoloranti calato del 38% in rapporto al volume di olio lavorato. Il risultato è la conseguenza della scelta di impiegare terre decoloranti dalle prestazioni superiori, che hanno consentito di migliorare l'efficienza del loro impiego. La crescita dei rifiuti avvenuta nel 2020 è da attribuire anche ad un incidente occorso in un serbatoio: la fuoriuscita di sostanze è stata però prontamente intercettata dalle vasche di contenimento che hanno protetto l'ambiente, impedendo di fatto agli inquinanti di raggiungere il suolo.

Questo testimonia la validità dei mezzi di protezione ambientali disposti dall'azienda. Tutti i rifiuti generati dall'impianto di Massarosa sono ritirati da un'azienda specializzata che provvede al loro corretto smaltimento.

BILANCIA LE AZIONI AL MEGLIO



One FISCALE

presenta *Experta Bilancio e Revisione*

Per i professionisti, partner strategici nella gestione delle aziende, sempre in evoluzione e bisognosi di sviluppare nuove competenze, nasce uno strumento indispensabile che li supporta in ogni fase della propria attività.

Una soluzione che garantisce la massima autorevolezza e l'aggiornamento necessari, grazie all'integrazione tra One FISCALE e Experta Bilancio e Revisione. Qui il direttore finanziario trova tutto quello che serve per aggiungere qualità al proprio lavoro e diventare il vero motore per la creazione di valore in azienda: le linee guida per la redazione e lettura dei bilanci, i pareri delle voci più autorevoli, check list, tool, case history e tanto altro ancora.

Scopri di più su info.onefiscale.it

One|FISCALE FA GRANDE LA DIFFERENZA

Acquisizioni transfrontaliere: meglio ricorrere a un M&A advisor locale?

di Guidalberto Gagliardi (*)

L'attività di M&A è ai massimi storici malgrado il perdurare della pandemia. Le operazioni che coinvolgono soggetti di Paesi diversi stanno crescendo in egual misura. La novità sta nell'ingresso nell'arena delle PMI, non solo come oggetto di acquisizione ma anche come acquirenti. Le imprese italiane non sono estranee a questa tendenza.

Introduzione

Nei primi nove mesi del 2021 il valore dello M&A globale ha raggiunto 4.400 miliardi di dollari con oltre 40.000 transazioni (1) e la tendenza vede un'ulteriore espansione della crescita per linee esterne (2). In questa iperattività c'è una marcata presenza di operazioni transfrontaliere (36% dei *deal* nel decennio 2011/2020) (3).

Il robusto attivismo M&A internazionale è dovuto a numerosi fattori:

- la globalizzazione dei mercati, l'aumento della dimensione minima efficiente, il rallentamento della crescita e l'entrata nella fase di maturità delle aziende fondate dai c.d. *baby-boomer* inducono le imprese (ormai non più solo le multinazionali ma anche le PMI) a espandersi attraverso l'apertura di filiali all'estero o con l'acquisto di una società straniera;
- molte aziende fondate negli anni Settanta o prima affrontano problemi di passaggio generazionale e le grandi imprese eseguono *carve-out* e *spin-off* (la vendita di una parte costituisce un'opportunità di acquisizione per l'altra);
- le imprese estere possono beneficiare di una forza lavoro altamente qualificata o a basso costo, di una catena di approvvigionamento più corta, di un costo inferiore per l'accesso alle infrastrutture, di un attraente mercato locale o di un agevole accesso a sussidi;
- l'ampia liquidità dei mercati finanziari facilita il finanziamento delle transazioni;
- i progressi tecnologici hanno introdotto opzioni di comunicazione internazionale a basso costo;
- il maggiore accesso a dati di qualità, la maggiore trasparenza del mercato, nonché la

crescente presenza e specializzazione degli M&A *advisor* stanno ampliando le opportunità di ricevere e analizzare opportunità d'investimento transfrontaliere;

- i *private equity* hanno raccolto sorprendenti quantità di denaro (4) e stanno realizzando operazioni di larga scala anche rivolte verso *target* situati (in tutto o in parte) all'estero (5);
- la presenza nel portafoglio dei fondi di numerose società appartenenti ai più svariati settori genera centinaia di opportunità aggiuntive;
- condizioni diverse nei mercati M&A locali talora presentano opportunità convenienti o consentono arbitraggi sui multipli (6).

Note:

(*) *Equity Factory*

(1) M. Toole, "Global M&A soars as acquirers make up for lost time", in *Refinitiv*, www.refinitiv.com del 7 ottobre 2021.

(2) "86% CEOs say inorganic means will be their main source of growth in the next three years", in C. Gilchrist, "Turbocharged M&A market could hit a record \$6 trillion by year end, says KPMG", in *CNBC*, www.cnbc.com dell'11 ottobre 2021.

(3) Elaborazione di Equity Factory sui dati EY, "Global mergers and acquisitions decrease in 2020, but 2021 is looking favorable for M&A, 26/7/21", in www.taxnews.ey.com.

(4) Secondo PwC, "Global M&A Industry trends: 2021 mid-year update", in www.pwc.com, settembre 2021, i fondi possono investire 1.900 miliardi di dollari, cui si possono aggiungere i 500 miliardi di dollari delle SPAC. Sulle SPAC si rinvia a G. Gagliardi, "Pledge fund, search fund e SPAC: novità nel *private equity*", in *Amministrazione & Finanza*, n. 5/2016.

(5) "(I PE stanno diventando più simili ad un investitore aziendale) anche se più efficienti e aggressivi sotto tutti gli aspetti", da Bain - Co., *Global private equity report*, 2018.

(6) Ipotizziamo che in Italia una società sia stata valutata con un multiplo di 7 volte l'EBITDA: *ceteris paribus* l'acquisizione di un concorrente estero a 5 volte l'EBITDA creerà valore per i soci italiani.

Le statistiche mostrano che le venti principali nazioni in cui erano collocati i bersagli delle operazioni di M&A registrate negli ultimi 10 anni rappresentano quasi l'80% del volume globale (si veda la Tavola 1). Le principali destinazioni degli investimenti sono gli USA, la Gran Bretagna, il Canada, la Germania, la Francia e i Paesi Bassi. L'Italia con 1.916 operazioni (quasi 200 all'anno) si colloca all'ottavo posto di questa classifica (per valori è quattordicesima) e ha ospitato il 3% del volume globale (7).

L'analisi sugli acquirenti transfrontalieri (8) (Tavola 2) conduce a un livello di concentrazione dei volumi di poco inferiore a quanto appena illustrato: le principali 20 nazioni degli acquirenti coprono il 73% dell'attività globale. Gli investitori sono stati soprattutto statunitensi, britannici, canadesi, giapponesi e francesi. L'Italia è diciottesima con 666 acquisizioni realizzate nel decennio (9).

Lo studio *Global capital confidence barometer* (10) ha mostrato un crescente interesse per le transazioni che coinvolgono imprese collocate in differenti Paesi. Tra i 2.400 dirigenti consultati, il 65% intendeva realizzare operazioni internazionali. Le aziende europee sono obiettivi popolari: il 39% dei soggetti intervistati ritiene che l'Europa sarà la regione che presenterà la crescita maggiore nei prossimi tre anni. L'Europa sta superando gli Stati

Uniti e l'Asia come regione più ambita dai principali attori nell'M&A.

Acquisire o vendere un'impresa oltre frontiera

Nell'ampia gamma di operazioni di M&A ci si concentrerà sulle acquisizioni e cessioni transfrontaliere, siano esse effettuate da acquirenti strategici/industriali o da *private equity*.

Le acquisizioni possono perseguire diversi obiettivi (11), quali:

- aumentare la quota di mercato rilevando un concorrente;
- crescere in una linea di *business* complementare o in una nuova geografia;

Note:

(7) Elaborazione di Equity Factory sui dati UNCTAD, "Cross-border M&A database", in www.unctad.org. Statistiche recenti sono presenti in EY, sito citato.

(8) Equity Factory sui dati UNCTAD, sito citato.

(9) Si conferma che in Italia, almeno per ora, ci sono più "prede" che "predatori".

(10) J. Stuij, "Innovation and digital resources support cross-border dealmaking", in *Dealsuite* del 9 agosto 2021. L'interesse transcontinentale verso l'UE non è nuovo. Infatti, "Valutazioni favorevoli, forti infrastrutture e forte crescita economica sono stati i tre principali fattori che hanno attratto gli acquirenti nell'UE", secondo Mergermarket - Orrick, *Inward bound - Inbound M&A into the EU*, 2016.

(11) G. Gagliardi, "Quando conviene comprare un concorrente straniero", in *Innovare*, n. 1/2009.

Tavola 1 - Le nazioni in cui avevano sede i target



Tavola 2 - I Paesi degli acquirenti



- migliorare i processi o aggiornare la tecnologia;
- ottenere e sfruttare proprietà intellettuali (come un marchio);
- integrare una capacità produttiva pienamente operativa e collaudata, magari realizzando economie di scala;
- investire la liquidità in attività esistenti per ottenere maggiori rendimenti dalla cassa eccedente.

La maggior parte di questi obiettivi potrebbero essere conseguiti anche attraverso uno sviluppo organico. Tuttavia, riposizionare una società utilizzando solo le risorse e il *background* interni potrebbe richiedere un impegno lungo e complesso. Soprattutto quando si parla di un'espansione in un'altra nazione: creare dal nulla un'attività all'estero può costituire una sfida speciale. Entrare nel nuovo mercato lottando per una quota è di solito molto oneroso. Sviluppare un marchio riconosciuto positivamente, assumere un *team* capace, stabilire relazioni con le banche locali o costruire le infrastrutture necessarie in un altro Paese possono essere altri ardui compiti. Utilizzare la catena di approvvigionamento situata nella nazione d'origine può essere troppo costoso per competere sul mercato locale. Può anche essere difficile creare un'azienda e conforme ai regolamenti locali, oppure ottenere le licenze

necessarie. A volte l'acquisizione di un attore straniero è la decisione di investimento più conveniente rispetto ad un investimento diretto, soprattutto se si considera il *time to market* delle due alternative (12).

Per i *private equity* la situazione è parzialmente diversa: le acquisizioni sono il loro *core business* e non necessitano di un motivo speciale per concludere un'operazione oltrefrontiera. Qualsiasi azienda, ovunque sia basata, può attirarli purché soddisfatti determinati criteri dimensionali e di redditività. In molti casi, specialmente per gli investitori statunitensi, i multipli di valutazione locali potrebbero essere convenienti, consentendo l'attuazione di efficaci strategie di arbitraggio dei multipli e di finanziamento internazionale.

Non è oro tutto ciò che luccica. Un acquirente transfrontaliero deve ricalibrare la sua percezione e il suo approccio al rischio (13),

Note:

(12) Talvolta l'investimento *green field* può essere l'opzione preferibile in virtù dei benefici offerti dalle amministrazioni locali (per esempio sovvenzioni o agevolazioni fiscali che promuovono gli investimenti esteri diretti).

(13) Secondo un *panel* di *dealmaker* aziendali, soddisfare le aspettative di prezzo dei venditori a causa della concorrenza per gli *asset* di qualità, le economie volatili e le questioni di trasparenza sono stati i primi tre ostacoli alla chiusura dei *deal*. Mergermarket - Orrick, op. cit.

prendere coscienza che la *due diligence* e gli altri passaggi per acquisire un *target* basato all'estero (magari lontano parecchi fusi orari) possono richiedere più tempo e di conseguenza costare di più rispetto a un progetto M&A nazionale comparabile, nonché prepararsi alla sfida d'integrare la società straniera a dispetto di probabili barriere linguistiche o culturali. Pertanto, oltre a indagare i temi abituali (comprensione del progetto d'investimento, rischi commerciali dell'operazione, quantificazione della redditività normalizzata (14), dei flussi di cassa attesi, del circolante, dell'indebitamento finanziario), un saggio investitore dovrebbe considerare le sfide particolari poste dal suo *deal* internazionale a seconda del Paese dove è collocato il *target*. Possibili problemi derivano da barriere culturali (differenze linguistiche, diverso stile di comunicazione, difforme formalità di interazione tra investitore e venditore, peculiari abitudini rispetto alla gerarchia organizzativa e alle altre pratiche commerciali, bassa frequenza delle operazioni di M&A nel Paese...), disponibilità e precisione delle informazioni finanziarie sul *target* (esistenza e qualità dei bilanci certificati, differenze nei principi contabili, esistenza ed estensione della contabilità gestionale), complessità giuridica e fiscale e ostacoli alla conformità (livelli incoerenti di conformità alle norme locali o internazionali, efficacia dei permessi in essere, regole sui prezzi di trasferimento), diritti dei dipendenti e rischio di dover restituire delle sovvenzioni (questione fondamentale qualora si pianifichino tagli d'organico), ostacoli normativi che impediscono o modificano l'estensione o i tempi dell'operazione.

Guardando al c.d. *sell-side* (cioè al caso di una società alla ricerca di acquirenti o investitori stranieri), le ragioni sottostanti all'operazione di M&A possono essere varie (15). Alcuni soci possono essere disposti a vendere beneficiando dell'elevata valutazione riconosciuta dai potenziali acquirenti a causa di una moda temporanea per determinati settori, tecnologie o mercati. Le aziende a conduzione familiare magari si devono confrontare con problemi di successione che devono essere risolti sostituendo l'imprenditore, mentre le imprese in declino possono dover assumere decisioni difficili per sopravvivere, alleandosi con altre aziende o cedendo l'attività a terzi. I *carve-out* (16) e le altre ristrutturazioni aziendali o

di gruppo sono altre situazioni che possono determinare le cessioni. In tutti questi casi, può essere cruciale portare al tavolo negoziale dei possibili acquirenti stranieri: per tale via si espande il numero di potenziali controparti e si aumenta la concorrenza sul prezzo.

In breve, compratori e venditori hanno molte ragioni (o sono obbligati) a cercare *target* o acquirenti esteri. Dovrebbero tuttavia considerare attentamente l'utilizzo di consulenti M&A locali per migliorare le probabilità di concludere un'operazione rapida e di successo.

Il ruolo degli M&A advisor

Nelle operazioni tra imprese industriali, sovente il venditore non ha ingaggiato alcun professionista specializzato all'inizio del processo: scovare questi tesori nascosti è una complessa sfida persino per una multinazionale (17). Le PMI, inoltre, potrebbero non disporre internamente delle competenze e delle connessioni necessarie per trovare controparti internazionali nei loro progetti di acquisizione o cessione. In queste situazioni, può essere utile ingaggiare un M&A *advisor* (18): la disponibilità di un esperto può risultare la chiave di volta per vincere nei processi competitivi se non addirittura per generare opportunità che ancora non sono sul mercato.

Acquisizioni

L'acquirente effettua un'acquisizione di successo quando consegue i risultati attesi (riposizionamento strategico, sinergie, risultati finanziari...), riduce i rischi successivi al *closing*, integra agevolmente e rapidamente il

Note:

(14) S. Marsilli - G. Gagliardi, "La funzione dell'EBITDA nelle compravendite societarie", in *Amministrazione & Finanza*, n. 5/2017.

(15) M. Ghiringhelli - G. Gagliardi, "Perché e come vendere un'impresa", in *CFC*, n. 1/2007; e G. Gagliardi, "Posso vendere la mia azienda?", in *Innovare*, n. 1/2016.

(16) G. Gagliardi, "Disinvestire attraverso il *carve-out*", in *Amministrazione & Finanza*, n. 7/2017.

(17) Viceversa, l'innescò di un'operazione sovranazionale di *private equity* è talvolta una *e-mail* inviata dall'*advisor* M&A del *target*.

(18) L'*advisor* finanziario (o *investment banker*) è un professionista che concepisce ed esegue operazioni di M&A e altri progetti di *corporate finance*. Costui (o costei) fornisce al cliente analisi e risposte pertinenti nell'intero arco di un'operazione, sovrintende ad attività specifiche, le coordina nel tempo e negli effetti, puntando a raggiungere con fluidità un accordo di successo.

target e paga il prezzo più basso possibile (19) (Tavola 3).

I compiti dell'*advisor* negli incarichi c.d. di *buy-side* possono comprendere:

- ideare l'operazione e, insieme al cliente, valutarne fattibilità e rischi;
- identificare delle controparti corrispondenti alle aspettative del cliente utilizzando le proprie relazioni (20);
- avvicinare il venditore (o il suo *advisor*) seguendo un processo di ricerca ben definito per generare il maggior numero possibile di contatti qualificati;
- valutare il *target* in ogni passaggio critico dell'operazione (valutazione preliminare, offerta non vincolante, offerta vincolante...) proponendo una ragionevole banda di oscillazione del prezzo (21);
- proporre alla controparte la prima offerta (di solito non vincolante);
- coordinare e sorvegliare l'attività dei consulenti coinvolti nella *due diligence*, nella negoziazione e nel progetto d'integrazione;
- assistere il cliente nella definizione della struttura finanziaria e societaria più appropriata;
- assistere il cliente nel negoziare con la controparte o con l'*advisor* di quest'ultimo:
 - le condizioni economiche dell'operazione;
 - i contratti rilevanti e le "dichiarazioni e garanzie" dell'accordo (22);
- strutturare la transazione in termini di programmazione dei pagamenti e "coreografare" il *closing* e gli annunci *deal* agli altri *stakeholder* e alla stampa;

- assistere l'acquirente nell'organizzazione dei finanziamenti necessari per l'operazione;
- assistere nell'assunzione delle decisioni e nel mantenimento delle scadenze.

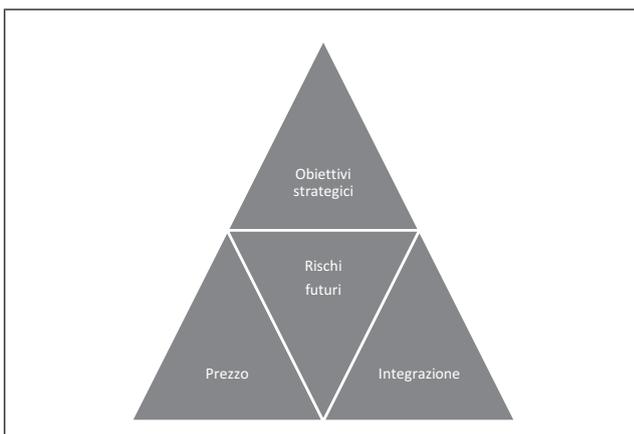
Disinvestimenti

Il venditore effettua una cessione di successo quando ottiene la maggior valutazione possibile, l'operazione è completata nel minor tempo possibile, la riservatezza è garantita e le garanzie da rilasciare nonché i rischi *post-closing* sono ridotti al minimo (Tavola 4).

I compiti di un *sell-side advisor* possono riguardare:

- identificare e vagliare con il cliente l'elenco di potenziali acquirenti (strategici e finanziari);
- contattare le possibili controparti;
- preparare e distribuire il materiale informativo (*teaser, information memorandum...*) e coordinare la preparazione della *data room* (23) che accoglie le copie dei documenti che il potenziale acquirente vuole visionare;
- coordinare e supervisionare l'attività di tutti i professionisti coinvolti;
- supportare il cliente nel definire l'ampiezza dell'eventuale *vendor's due diligence* oppure concordare con la controparte le modalità della *due diligence*, mantenendo il processo confidenziale e fluido;
- assistere il cliente nel rispondere alle richieste dei potenziali acquirenti;
- analizzare caratteristiche, vantaggi e svantaggi delle offerte ricevute e preparare una lista ristretta degli offerenti preferiti affinché il cliente possa decidere chi ammettere alle fasi successive;

Tavola 3 - I temi principali per un acquirente



Note:

(19) La questione della minimizzazione del corrispettivo pagato è stata volutamente proposta per ultima: nella pratica poiché gli esempi di un'eccessiva attenzione al solo "prezzo" sono purtroppo numerosi.

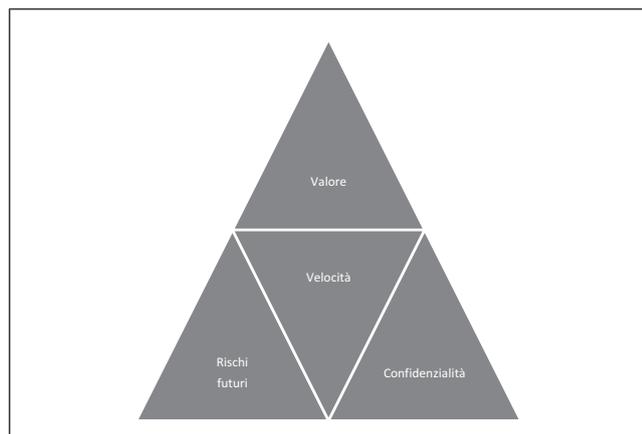
(20) L'*advisor* garantisce, a seconda dei casi, pubblicità e promozione del progetto, piuttosto che una stretta confidenzialità.

(21) G. Gagliardi, "I fattori meno noti nella valorizzazione delle PMI", in *Innovare*, n. 1/2014; e S. Gilardi - G. Gagliardi, "La valutazione di una PMI con il metodo 'Unlevered discounted cash flow'", in *Amministrazione & Finanza*, n. 9/2007.

(22) AA.VV., "Acquisizioni societarie: pricing, earnout...", in *Amministrazione & Finanza*, n. 5/2014.

(23) G. Gagliardi, "L'importanza della *data room*", in *Amministrazione & Finanza*, n. 7/2018.

Tavola 4 - I principali obiettivi del venditore



- assistere il cliente e i suoi professionisti nella definizione della struttura societaria e fiscale più appropriata;
- assistere il cliente nella negoziazione:
 - (i) delle condizioni economiche;
 - (ii) degli altri termini e condizioni, nonché dei contratti che li disciplinano formalmente (contratto di compravendita, futuri accordi per l'ingaggio dei *manager*...).

Si sottolinea che, a prescindere dal lato che li ingaggia, gli M&A *advisor* svolgono un ruolo critico come intermediari, essendo un *buffer* (24) tra compratore e venditore. Le parti e i loro *manager* devono mantenere un rapporto positivo in modo da poter lavorare insieme dopo che l'accordo sarà finalizzato: il consulente può essere in prima linea nel negoziare i temi più noiosi e frizzanti (come la valutazione o le dichiarazioni e garanzie), evitando che le conversazioni tra le parti diventino tese e mediando per risolvere le situazioni spinose (25).

Lavorare con un advisor locale

Se in un'operazione sul suolo patrio l'M&A *advisor* può avere un ruolo critico, nelle acquisizioni o cessioni internazionali la sua presenza è fondamentale.

Identificare delle adeguate aziende-obiettivo estere somiglia talora alla proverbiale ricerca dell'ago nel pagliaio. Alcuni portali *on line* di *brokeraggio* M&A possono essere utili ma essi introducono solo società che sono apertamente in vendita e creano le condizioni per una competizione tra potenziali acquirenti su scala globale. Le principali *investment bank*

globali e revisori dei conti possono supportare la maggior parte degli investitori o venditori di aziende su scala internazionale. La loro capacità di reperire opportunità fuori mercato può però essere ostacolata dalle limitate dimensioni del progetto (26) o dall'insufficiente copertura dei mercati locali (27). Un piccolo M&A *advisor* locale potrebbe conoscere progetti di compravendita societaria che non sono ancora ufficialmente pubblicizzati, riducendo la probabilità di dover lottare con altri compratori per un'acquisizione. Ancora meglio sarebbe se avesse contatti nel settore desiderato ottenendo per tal via informazioni su possibili *target*. Le imprese che cercano *target* di qualità a una valutazione ragionevole piuttosto che un nuovo socio saranno più inclini a lavorare con un esperto che presti la dovuta cura al loro progetto (28). Anche quando l'obiettivo dell'acquisizione fosse noto (potrebbe essere un concorrente straniero o un proprio distributore), le barriere culturali, linguistiche e geografiche (si veda oltre) sono comunque attive e anzi potrebbero entrare in gioco vecchie ruggini o delicati rapporti commerciali: un M&A *advisor* può aiutare a superare questi vincoli, mantenendo la riservatezza sulla possibile operazione o addirittura mascherando l'approccio del possibile acquirente.

La lingua può ancora essere una forte barriera nel ventunesimo secolo. Nonostante la crescente capacità dei traduttori basati sull'intelligenza artificiale, la ricerca d'informazioni su aziende estere usando l'inglese può essere

Note:

(24) Treccani, vocabolario *on line*: "Nella tecnica, in genere, dispositivo che ha il compito di collegare due altri dispositivi, evitando peraltro che uno influenzi nocivamente l'altro".

(25) Una volta conclusa la transazione l'*advisor* sarà probabilmente fuori dai giochi e perciò egli è il soggetto ideale su cui orientare una certa negatività anziché verso il futuro *partner*.
(26) Piccoli progetti significano inferiori valori delle transazioni e quindi minori commissioni: suscitano quindi minore interesse da parte dei grandi *advisor*.

(27) In parecchie nazioni vi sono distretti industriali specializzati e questi sono sovente lontani dalle principali piazze finanziarie locali in cui sono collocate banche, Borse e sedi delle maggiori imprese (si pensi alla *motor valley* emiliano-romagnola o al "distretto della sedia" friulano). Talora le maggiori società di consulenza non hanno esperienza e rete di contatti sufficientemente capillari per coprire queste realtà distrettuali.

(28) La maggior parte dei consulenti M&A sarà felice di esplorare qualsiasi obiettivo *off market* o "sotto il radar", applicando relazioni locali, scienza, arte e impegno nelle ricerche porta a porta per trovare gemme nascoste.

frustrante. Le situazioni in cui gli imprenditori e il personale del *target* non parlano inglese sono frequenti anche in Paesi sviluppati come la Germania o la Francia. Avere capacità bilingue non è l'unico vantaggio del consulente locale: l'*advisor* può impiegare l'approccio più opportuno al *target* potenziale. Per quanto dei bassi multipli possano attrarre, gli acquirenti di successo sanno che la comprensione della cultura del *target* è critica per ottenere le sinergie che hanno motivato il progetto. Mantenere i *manager* o l'imprenditore del *target* e la maggior parte degli attuali processi gestionali è spesso vantaggioso per un'espansione all'estero, soprattutto quando realizzata da PMI. Pertanto, è fondamentale coltivare le relazioni con le persone chiave del *target* sin dagli albori del processo al fine d'ottenere il loro sostegno e garantire la loro permanenza anche dopo il *closing* (29). Nelle acquisizioni è già abbastanza complicato garantire un adattamento culturale tra aziende dello stesso Paese: il coinvolgimento di un acquirente straniero aggiunge nuove complessità.

Nella nazione d'interesse le operazioni straordinarie possono essere poco comuni, con le imprese passate da una generazione all'altra piuttosto che cedute a terzi. La vendita può essere percepita come sintomo di un imminente fallimento (potrebbe essere necessario rassicurare clienti, fornitori e dipendenti), gli imprenditori saranno inesperti non avendo mai venduto un'attività prima d'ora, il *target* potrebbe non avere un *advisor* o questi potrebbe non essere un esperto di M&A. La conoscenza degli stili di comunicazione e di negoziazione locali può essere importante per evitare che una risposta lenta o vaga, così come una sconosciuta chiusura per festività, siano considerati segni di una mancanza d'interesse da parte della controparte.

La posta elettronica e le videoconferenze hanno agevolato gli scambi tra acquirenti e venditori stranieri, tuttavia la diversità delle norme culturali e altre differenze culturali devono essere colmate durante l'intero processo, dallo *scouting*, alle trattative, fino alla *due diligence* e alle trattative finali del contratto di acquisto di azioni per evitare "shock culturali": di solito entrambe le parti necessitano di un poco di *coaching* da parte dell'*advisor* e di essere disposte a imparare e rettificare le proprie posizioni.

Se la disponibilità di un supporto locale è critica quando ci si rivolge verso Paesi esteri alla ricerca di *target*, la disponibilità di un *advisor* M&A esperto di progetti internazionali è importante anche quando si vende un'azienda o si progetta un'alleanza. L'*advisor* locale trovare acquirenti adatti in tutto il mondo, adattando alla cultura e alla pratica commerciale del destinatario la comunicazione dei fattori di attrattività del progetto.

Un consulente locale può anche contribuire a fornire il quadro giusto per leggere alcuni comportamenti della controparte e così ridurre il rischio di interpretazioni errate, come pure alcune delle preoccupazioni dell'acquirente (30). Per il compratore è importante che il *management* del *target* sostenga il nuovo proprietario durante il processo di integrazione e, per molti acquirenti dai mercati emergenti, nel trasferimento di conoscenze e tecnologie gestionali. Se un *advisor* saprà intervenire su questo fronte potrà ridurre la percezione del rischio della controparte. Un *advisor* nazionale può anche preparare il *management* locale e rassicurarlo che l'operazione rientra in una strategia intelligente e sinergica e non è una pura mossa imperialista.

Un professionista nazionale abituato a gestire clienti stranieri può altresì aiutare l'acquirente a navigare nei meandri burocratici e normativi locali, portando relazioni cruciali con *stakeholder* e consulenti.

Secondo una recente indagine (31) "le imprese acquirenti sono più propense ad assumere un consulente M&A nella nazione dell'acquirente quanto maggiore è la distanza istituzionale tra i Paesi coinvolti. [...] In questi termini è

Note:

(29) BCG, *BRICs versus mortar - Winning at M&A in emerging markets*, 2013. La cultura aziendale è più facile da discernere se il consulente è in grado di visitare il *target* personalmente o se, perlomeno, può intrattenere conversazioni telefoniche dettagliate in madrelingua con l'imprenditore o il *management* (quando esistente).

(30) La mancanza di dati gestionali mensili, per esempio, può essere percepita come espressione della volontà del venditore nel celare informazioni che potrebbero avere un impatto negativo sul prezzo. Nel vendere una società italiana a conduzione familiare un *advisor* competente dovrà essere capace di spiegare che in queste PMI l'assenza di sistemi di controllo di gestione è la regola piuttosto che l'eccezione.

(31) L.O. de Gouveia - M.P. Ferreira - H.R. Ramos, "How hiring financial advisors in cross-border acquisitions in the BRICs...", in *Revista Base (Administração e Contabilidade) UNISINOS*, n. 2/2020, vol. 17.

ragionevole ritenere che un consulente finanziario sia percepito come una garanzia di migliori capacità di navigazione attraverso una serie di differenze legali e culturali”.

Selezionare il proprio M&A advisor

Le cessioni non sono progetti semplici, anche se le acquisizioni sono ancora più complesse, rischiose e durature. Occorre perciò essere selettivi e valutare più consulenti possibile. I possibili fornitori di servizi di consulenza M&A spaziano dalle maggiori banche di investimento alle *boutique*: l'azienda dovrebbe considerare diversi elementi per scegliere l'esperto più adatto per il proprio progetto transfrontaliero. È suggeribile creare un elenco che sarà progressivamente ristretto sulla base delle considerazioni proposte di seguito:

1) nella cessione aziendale la maggior parte dei proprietari si fida della valutazione proposta dal proprio esperto contabile o commercialista. Ciò può funzionare per la decisione iniziale, però questo genere di consulenti è solitamente inefficace in termini d'introduzione sul mercato, rete relazionale e capacità di attrarre le parti interessate a offrire le condizioni migliori. Un M&A *advisor* può essere la scelta migliore per garantire la qualità e la tempestività richiesta da questi complessi progetti, nonché strutturare e sovrintendere ogni aspetto del trasferimento aziendale o d'integrazione;

2) è importante capire se il *track record* dell'*advisor* si adatta alle caratteristiche della transazione che s'intende realizzare. Le dimensioni contano. Le enormi operazioni di M&A tra grandi aziende che fanno notizia sulla stampa sono di solito negoziate dalle maggiori banche d'affari. Tali realtà di solito non si disturbano a rappresentare le PMI perché i loro progetti non sono sufficientemente remunerativi. È importante anche il tipo di operazione. Nei processi di quotazione in Borsa (o IPO) le *investment bank* globali possono fare la differenza. Nelle operazioni di M&A che non riguardano imprese quotate, però c'è molta meno conformità normativa da gestire e non occorrono ampi *roadshow* o attività di *book-building*. La presenza continua di un esperto con lunga esperienza nell'M&A e attenzione ai più minuti dettagli, contabili come relazionali, è sovente la

chiavi del successo per i progetti medi e piccoli. Idealmente andrebbero raccolte testimonianze dai clienti dei potenziali *advisor* e si dovrebbe controllare le notizie per qualsiasi loro disputa legale, operativa, finanziaria o di altro tipo che abbia fatto notizia;

3) potrebbe anche essere opportuno valutare gli *advisor* in relazione alla loro esperienza su settori, mercati e regioni che rilevano per il progetto. Il consulente ideale dovrebbe espandere le opzioni del cliente attraverso una portata geografica sufficientemente estesa e mirata;

4) lo specialista M&A deve avere accesso alla piattaforma di raccolta e gestione dati più adatta alla ricerca che s'intende effettuare (una piccola azienda privata, un concorrente quotato, un acquirente strategico, un *private equity* con società di portafoglio sinergiche...) (32);

5) la rete dell'*advisor* tra i professionisti è importante. Un accordo transfrontaliero prevede di solito il coinvolgimento di esperti locali in materia giuridica, contabile e fiscale, con una profonda conoscenza delle leggi e dei principi nazionali. La capacità d'introdurre più possibili specialisti amplia le opzioni dell'investitore e del venditore;

6) prima di rivolgersi a un possibile *partner* consulenziale, l'azienda dovrebbe redigere una valutazione realistica per l'operazione prevista, comprendente l'analisi SWOT (33) sulla propria azienda e sul *target*. In tal modo il cliente può discutere il punto di vista di ciascun potenziale consulente circa la struttura e la valutazione dell'operazione, capire la sua logica operativa (34) e quindi realizzare un *benchmark* del compenso richiesto. Durante le interviste, si dovrà anche valutare se l'M&A *advisor* sia allineato con gli obiettivi e se sia motivato a ottenere esattamente ciò a cui mira l'azienda, piuttosto che sembrare arroccato ai propri pregiudizi;

Note:

(32) J. Stuij, "Innovation and digital resources support cross-border dealmaking", in *Dealsuite* del 9 agosto 2021.

(33) D.Ø. Madsen, "SWOT analysis: a management fashion perspective", in *International Journal of Business Research*, 2016.

(34) Nelle interviste è opportuno informarsi sul processo che l'*advisor* ipotizza. Qual è il primo passo e in che modo imposterebbe il percorso per il successo? Può illustrare un caso esemplificativo utilizzando un cliente precedente?

7) i compensi possono essere variamente strutturati (comprendendo commissioni *upfront*, remunerazione alla LOI, *success fee*...) (35). Occorre fidarsi solo di soggetti che propongono compensi trasparenti, ben costruiti intorno alle caratteristiche dello specifico progetto. Un'operazione di M&A è normalmente cruciale per il successo della strategia aziendale o di quella individuale: probabilmente questo non è il momento per puntare eccessivamente al risparmio;

8) l'esperto M&A ideale dovrebbe apprezzare il contributo attivo e il coinvolgimento del proprio cliente. Non è consigliabile lasciare qualsiasi decisione alla società di consulenza semplicemente perché si sta pagando una *fee*, in quanto si rischia che dettagli importanti vadano persi, che siano date per scontate delle assunzioni mai formulate oppure che la mancanza di partecipazione e chiarezza conducano a evitabili sfide, battute d'arresto e futuri rischi;

9) dato che le operazioni di M&A sono necessariamente processi lunghi e delicati, è opportuno che il cliente si senta a proprio agio e abbia simpatia per le persone con cui sta lavorando, confidando nelle loro capacità di concludere il *deal*. La scelta dell'*advisor* ha una natura fortemente fiduciaria.

Conclusioni

Il mercato M&A sta andando dove sono i clienti, le tecnologie o le risorse. Ciò significa che le operazioni transfrontaliere rappresenteranno una crescente quota dell'attività di compravendita societaria.

Nelle transazioni internazionali è fondamentale coinvolgere un *advisor* specializzato in M&A che disponga di visione, rete e conoscenze locali. Le maggiori imprese e *private equity* potrebbero essere organizzati con *team* M&A multiculturali al punto da potersi avventurare all'estero in autonomia. Per le PMI, invece, il *deal* è spesso l'opportunità di un'intera vita che può creare o distruggere la ricchezza personale dell'imprenditore: in questi casi fare da soli può risultare deleterio. Però è cruciale selezionare il *partner* più adatto.

Il ruolo di un esperto M&A locale non può essere sottovalutato. L'*advisor* può aiutare i clienti a formulare la strategia di *buy-side* o *sell-side*, identificare *target* o acquirenti inattesi (36), condurre ricerche, valutare più volte il progetto, fornire il coordinamento

quotidiano della *due diligence* multidisciplinare all'estero (magari attraversando più fusi orari), gestire negoziati che si concludano con un successo.

Tuttavia, l'*advisor* M&A, anche se ingaggiato per un lungo periodo, alla fine terminerà il proprio incarico. Perciò è importante che l'imprenditore o il *management* siano i titolari ultimi del progetto. Costoro devono mantenersi sempre aggiornati sul processo e sovrintenderlo in vista dell'obiettivo di fusione, acquisizione o cessione che desiderano perseguire. Il coinvolgimento costante e il lavoro congiunto con i consulenti M&A non solo renderanno la transazione chiara, fluida e facile, ma miglioreranno anche il bagaglio di competenze aziendali consentendo nuove esperienze e apprendimenti (37).

Note:

(35) G. Gagliardi, "Quanto e come guadagnano gli M&A *advisor*", in *Ammonitore*, n. 2/2019; e Firmex, *M&A fee guide 2021/2022*, disponibile *on line*.

(36) Evitando la concorrenza al compratore o creandola quando si muove per conto di un venditore.

(37) G. Gagliardi, "Valutare il processo di M&A", in *Amministrazione & Finanza*, n. 12/2003; e F. Corno, *Lo sviluppo del sapere imprenditoriale nel governo dell'impresa*, Egea, 1989.

Valutare il rischio in una PMI con il metodo dei comparabili. Un'indagine empirica

di Paolo D'Amico (*)

Le valutazioni riguardanti le PMI non quotate possono presentare alcune criticità nell'utilizzo dei metodi di mercato e dei parametri di valutazione (tassi, premi e sconti) desumibili dal mercato azionario. In presenza di società comparabili quotate in borsa e qualora sussistano le condizioni che consentono di giudicare coerente il valore espresso dal mercato di borsa con la definizione di valore adottata dall'esperto, tali valori forniscono informazioni oggettive favorevoli alla valutazione delle società non quotate.

La valutazione di società non quotate

Nella valutazione di società non quotate spicca l'aspetto dimensionale ridotta delle PMI rispetto alla maggiore dimensione delle società quotate comparabili. A tal proposito la letteratura finanziaria richiama l'attenzione sul fatto che, al diminuire della dimensione aziendale tendono ad assumere maggior peso taluni rischi di carattere specifico legati al modello di *business* dell'azienda valutanda. Quest'ultima è maggiormente esposta al rischio dimensionale in quanto le PMI sono assoggettabili maggiormente al rischio di fallimento, posta la dimensione ridotta, rispetto alla grande impresa comparabile. Infatti, il fattore dimensionale può influenzare due tipologie di rischio:

- 1) l'esposizione al rischio sistematico;
- 2) l'esposizione al rischio specifico.

Valutazione del rischio sistematico

Riguardo all'esposizione al rischio sistematico, la PMI difficilmente detiene il potere di mercato posta la ridotta dimensione, tale da influenzare i diretti concorrenti per la competitività. Tuttavia, secondo la letteratura economico-industriale la correlazione tra dimensione aziendale e potere di mercato non ha un valore assoluto, in quanto tendono ad assumere maggiore rilievo la quota di mercato posseduta dalla PMI, nonché il regime competitivo prevalente.

Valutazione del rischio specifico

Per quanto concerne l'esposizione al rischio specifico della PMI l'aspetto dimensionale può influenzare alcuni fattori di rischio specifico. Sulle specifiche componenti del rischio operativo, possono essere evidenziati elementi più generali, quali il *know how* posseduti dalla PMI, intesi come fattori all'origine dell'avviamento (*goodwill*) che sono (1):

- struttura organizzativa;
- qualità del *management*;
- figura dell'imprenditore;
- dipendenza dell'impresa da un fornitore strategico;
- forte dipendenza dell'impresa da un solo cliente;
- particolari contratti di licenza in uso.

In concreto, l'esperto dovrà valutare il grado di rischio complessivo del *business* sulla base dei suindicati elementi generali: se la struttura organizzativa è complessa o rigida, oppure più semplice e flessibile. Nel primo caso, la struttura rigida comporta costi fissi elevati talora difficilmente comprimibili tranne i

Note:

(*) Università degli studi di Teramo

(1) Cfr. M. Massari - L. Zanetti, *La valutazione finanziaria*, Mc Graw-Hill, 2004, pag. 141. Riguardo alla teoria della misurazione del rischio attraverso il costo opportunità del capitale si veda il contributo di V. Coda, "Intensità di rischio e saggi di rendimento soggettivi per la valutazione del capitale economico d'impresa", in *Riv. dottori commercialisti*, 1972.

casi di riorganizzazione aziendale. La rigidità dei costi fissi di struttura comporta una leva operativa più elevata (GLO) poiché il rischio operativo è alto. Per contro, una struttura meno complessa e più flessibile comporta costi fissi più contenuti, una leva operativa più bassa in funzione di un livello di rischio operativo più contenuto. Anche la qualità del *management* incide sul livello del rischio di *business*. Un *team* imprenditoriale capace di condurre un sistema aziendale in condizioni di equilibrio ripristinandole nei casi di crisi o di avversità ambientali, riduce il rischio operativo; mentre un *team* non all'altezza della situazione che incanala l'impresa in un percorso di crisi più o meno irreversibile, lo accresce. Specie nella struttura delle PMI manifatturiere la redditività dell'impresa dipende molto dalla figura dell'imprenditore a cui sono relazionati direttamente i clienti, i fornitori, i dipendenti, le banche e gli azionisti. Venendo a mancare la figura dell'imprenditore a causa di una cessione d'azienda, si ha un notevole accrescimento del rischio di *business*, e viceversa. Anche la forte dipendenza dall'unico fornitore di materie prime rarefatte sul mercato è sintomo di rischio elevato del *business*, in quanto venendo a mancare le relazioni con tale soggetto, viene a cessare anche la continuità della fornitura di tali materie uniche nella loro specie. Analogo discorso si estende alla dipendenza dell'impresa da uno o pochi clienti di grandi dimensioni di prodotti sistemici. Infatti, venendo a mancare la collaborazione con essi, si accresce notevolmente il rischio operativo con possibilità di fuoriuscita dell'impresa dal settore come unità produttiva. Infine, la valutazione dell'esperto va estesa agli *skill* strategici del vantaggio competitivo. Ad esempio, se esistono licenze d'uso possedute dall'impresa, di lungo termine legate alla concessione di marchi di fabbrica a terzi in contropartita del conseguimento di un flusso economico di *royalties* a titolo di remunerazione della licenza d'uso. La presenza di licenze è rappresentativa di un livello moderato di rischio operativo, poiché costituisce una barriera all'entrata di protezione del *business* dall'attacco di nuovi entranti e/o di concorrenti diretti. Viceversa, il rischio imprenditoriale risulta elevato in assenza di barriere protettive. I fattori di rischio considerati possono giustificare l'incremento del tasso *free risk* per il premio di rischio ai fini della configurazione corretta del tasso di

attualizzazione. A tal proposito, la letteratura professionale suggerisce spesso di trattare il rischio dimensionale attraverso la rettifica del tasso di attualizzazione (2). Secondo la migliore dottrina aziendalistica (3) il WACC (*Weighted average cost of capital*) sarebbe applicabile alle PMI indebitate, in luogo del tasso *free risk* (4). Il WACC non è applicabile a tutte le imprese ma a quelle, in particolare, dotate di un livello di indebitamento basato sulle ipotesi del teorema di Modigliani e Miller (M&M), cioè che sia privo di rischio, ovvero fisiologico. Ne consegue che, il modello di M&M andrebbe applicato solo alle imprese con *rating* BB (*speculative grade*) per le quali il rischio di *default* è oggettivamente trascurabile. In caso contrario di rischio di *default* elevato, nel tasso WACC andrebbe considerato anche i costi del dissesto.

I parametri di mercato utilizzabili per la rettifica del tasso di attualizzazione

In concreto, gli aspetti cruciali per l'utilizzo della metodica di mercato ai fini della valutazione di società non quotate, sono costituiti dall'omogeneità in termini di modello di *business* adottato e di dimensione (5). Per quanto attiene ai tassi di attualizzazione dei risultati attesi (6), la maggiorazione per premio per il rischio addizionale è destinata a compensare i maggiori profili di rischio legali alla dimensione e/o alla prospettiva di *business* (azienda mono-*business*, azienda diversificata). I Principi PIV (7) affermano che, la rettifica del

Note:

(2) Cfr. PIV, *Principi italiani di valutazione*, EGEEA, 2015, pag. 171.

(3) Cfr. M. Bini, "Tavola rotonda: 10 aspetti controversi nella valutazione delle aziende", in *La valutazione delle aziende*, rivista on line, n. 2/2019, pag. 2.

(4) Il tasso *free risk* non è specifico dell'impresa valutanda ma è un tasso generale di mercato applicabile alla stima dell'attualizzazione delle imprese dotate di una struttura finanziaria priva di rischio operanti in mercati perfetti (Modigliani - Miller, 1966). L'assenza di rischio finanziario sarà certificata dal *rating* bancario attribuito di tipo AAA, o AA alle imprese eccellenti.

(5) Cfr. PIV, op. cit., pag. 170.

(6) Cfr. PIV, op. cit., pag. 170. I Principi PIV intendono riferirsi, riguardo ai risultati attesi, ai flussi reddituali e ai flussi finanziari futuri determinati attraverso la stesura di piani formalizzati dagli amministratori coerenti con le *assumption* di base formulati dall'esperto.

(7) Secondo i PIV, op. cit., pag. 171, il tasso di attualizzazione *free risk* di per sé non deve essere rettificato qualora il profilo di rischio dimensionale e di *business* della PMI valutanda sia

(segue)

Valutazione del rischio

tasso di attualizzazione, nella valutazione di società non quotate, che tenga conto del fattore dimensionale debba avvenire attingendo alle fonti statistiche relative ai differenziali di rendimento delle *small cap* rispetto alle società quotate di maggiori dimensioni. Quindi il premio di rischio di dimensione (PRD) da aggiungere al tasso *free risk* può determinarsi pari alla differenza tra il rendimento dei prezzi delle singole *small caps* e il rendimento dei prezzi dell'intero mercato di società comparabili (FTSE *mid cap*) omogenee:

$$PRD = \sum (1, j \Delta\% \text{ prezzo } small \text{ caps}) - \sum (1, j \Delta\% \text{ prezzo } FTSE \text{ mid } cap)$$

È opportuno osservare che tali statistiche vanno utilizzate con cautela per due principali motivi:

- la ripartizione per classi dimensionali può risultare non compatibile con le esigenze della valutazione;
- i rendimenti delle *small cap* possono essere influenzati anche dalla minore liquidità che connota le società di minori dimensioni e quindi da un fattore concettualmente separato dal puro aspetto dimensionale e che non necessariamente deve essere catturato nella stima della specifica configurazione di valore.

Quindi il premio di rischio di dimensione (PRD) da aggiungere al tasso *free risk* può determinarsi pari alla differenza tra il rendimento dei prezzi di Borsa delle *small cap* e il rendimento dei prezzi di Borsa di società comparabili di maggiori dimensioni. In ogni caso, l'esperto deve precisare le modalità attraverso le quali è stato trattato il fattore dimensionale e le eventuali fonti utilizzate per il calcolo degli sconti o della rettifica dei tassi.

Fonti statistiche informative di Borsa italiana delle società *small caps*

Per quanto riguarda i rendimenti di mercato delle *small cap* le fonti statistiche sono date dal listino dell'indice FTSE Italia *mid cap* disponibile sul sito di Borsa italiana S.p.A., con riferimento alla *performance* delle migliori quotazioni dei 10 titoli maggiori di società o all'intero mercato. È possibile ricavare gli indici delle migliori *performance* di mercato e/o delle migliori *performance* societarie in termini di rendimenti (8). Inoltre, è possibile estrapolare come termini di confronto anche le peggiori

performance di mercato e societarie, con il relativo andamento grafico. Le migliori *performance* dei sei titoli societari rilevati dell'indice FTSE Italia *mid cap* sono stati per il mese di settembre 2021 pari a quanto riportato in Tavola 1.

Fonti statistiche informative di Borsa italiana del settore di comparabili

Per quanto riguarda i rendimenti di settore di appartenenza delle *small caps* quotate, le fonti statistiche sono fornite dal listino dell'indice FTSE Italia *mid cap* dell'intero settore di comparabili, disponibile sul sito di Borsa italiana spa. Si riportano in Tavola 2, a titolo esemplificativo, i quattro settori di appartenenza delle sei *small caps* quotate con il relativo andamento grafico.

Il differenziale premiale dei rendimenti comparativi

Il parametro di mercato rappresentato dal differenziale dei rendimenti di *small caps* e dei rendimenti dei maggiori *competitor* è utilizzabile per la misurazione del premio di rischio da aggiungere al tasso di attualizzazione delle PMI. Il parametro può essere ricavato anche dal confronto tra la *performance* delle singole *small caps* e la *performance* dell'intero settore FTSE *mid cap*. Nel mese di settembre 2021 la

Note:

(continua nota 7)

considerato modesto o inesistente, in base all'opinione dell'esperto, posto a confronto con quello delle società comparabili aventi la medesima classificazione e caratteristiche settoriali. La rettifica con l'introduzione del premio di rischio a titolo di maggiorazione del tasso di sconto può giustificarsi soltanto se, il valore espresso dal mercato di Borsa non sia ritenuto coerente con la definizione di valore adottata dall'esperto. Ad esempio, in periodi di crisi la struttura organizzativa della PMI potrebbe contrarsi ulteriormente per effetto di processi di ristrutturazione aziendale, rispetto alla dimensione delle comparabili, operanti nello stesso settore per cui, secondo l'esperto il valore adottato non sarebbe coerente con il profilo di rischio dei comparabili, e quindi sarebbe necessario maggiorare il tasso di attualizzazione della PMI non quotata di un premio riflettente il maggior rischio dimensionale calcolato sulla base del differenziale tra i rendimenti di *small cap* e i rendimenti delle comparabili di maggiori dimensioni.

(8) La *performance* di rendimenti dei 6 titoli migliori inseriti nell'indice FTSE *mid cap* è data dalla differenza incrementale/decrementale tra il prezzo del titolo iniziale (di apertura) e il prezzo finale quotati (di chiusura).

Tavola 1 - Le migliori performance di rendimenti dei sei titoli societari rilevati dell'indice "FTSE Italia mid cap" - settembre 2021

<i>Small caps</i>	<i>Performance</i>	<i>Andamento</i>
Gruppo Gel	-4,38%	negativo
Gruppo Sirio	+15,79%	positivo decrescente
Gruppo Websolute	+14,42%	positivo decrescente
Gruppo Maps	+14,29%	positivo decrescente
Gruppo Tps	+11,54%	positivo decrescente
Gruppo La Doria	+10,08%	positivo decrescente

Fonte: indice FTSE Italia *mid*, in www.borsaitaliana.it.

Tavola 2 - Listino dell'indice "FTSE Italia mid cap" dei rendimenti dell'intero settore di comparabili - settembre 2021

<i>Settori</i>	<i>Performance</i>	<i>Andamento</i>
Alimentare	0,69%	positivo crescente
Sicurezza	1,32%	positivo decrescente
Pubblicità <i>web</i>	+0,02%	positivo crescente
Informatica digitale	1,51%	positivo crescente

Fonte: indice FTSE Italia *mid cap*, in www.borsaitaliana.it.

performance delle singole *small caps* è stata notevolmente superiore ai valori dell'intero settore di riferimento. Questa diversità potrebbe attribuirsi alla minore dimensione delle PMI rispetto ai comparabili di dimensioni maggiori in periodi di crisi?

Storicamente le azioni di imprese di minori dimensioni hanno mostrato un rendimento superiore rispetto alle azioni di imprese di dimensioni più elevate.

Si ripotano dunque, in Tavola 3, le *review* tra i rendimenti delle singole società *small cap* e i rendimenti del settore di appartenenza.

Ad eccezione del gruppo alimentare Gel, i rendimenti sono tutti favorevoli ai singoli gruppi di *small caps*. I differenziali premiali tra il rendimento delle singole società *small caps* e il rendimento dell'intero settore di appartenenza rappresentano il *premium risk* addizionale del *free risk rate* in ipotesi di eccellenza

Tavola 3 - Review dei rendimenti delle singole società *small cap* e dei rendimenti del settore di appartenenza

<i>Small caps</i>	<i>Rendimenti%</i>	<i>Settori comparabili</i>	<i>Rendimenti%</i>
Gruppo Gel	-4,38%	Settore alimentare	-0,69%
Gruppo La Doria	+10,08%	Settore alimentare	-0,69%
Gruppo Sirio	+15,79%	Settore sicurezza	-1,32%
Gruppo Websolute	+14,42%	Pubblicità <i>web</i>	+0,02%
Gruppo Maps	+14,29%	Informatica digitale	-1,51%
Gruppo Tps	+11,54%	Informatica digitale	-1,51%

Fonte: indice FTSE Italia *mid*, e indice FTSE Italia *mid cap*, in www.borsaitaliana.it.

Valutazione del rischio

imprenditoriale. Si conclude l'analisi affermando che, pur se le singole *small caps* (gruppo Doria, Sirio, Websolute, Maps e Tps) di eccellenza imprenditoriale quotate al mercato FTSE *mid cap*, per la loro brillante *performance* rispetto a quella del settore di riferimento dei *peer*. L'elevato premio di rischio non è coerente con le *assumption* dell'esperto, poiché rappresentativo di un alto profilo di rischio sistematico e di *business* dei comparabili rispetto alle *small caps*. Questo vuol dire che, in periodi di intensa crisi dei mercati finanziari, l'inversione di tendenza potrebbe peggiorare la *performance* delle suindicate società al punto tale da allinearsi ai peggiori rendimenti del settore di appartenenza.

Calcolo del premio di rischio della PMI

Si termina l'indagine empirica procedendo al calcolo del premio di rischio addizionale pari al differenziale dei rendimenti premiali per tenere conto del maggior profilo di rischio di dimensione ridotta della PMI (9) rispetto ai comparabili di maggiori dimensioni.

Il tutto è riportato in Tavola 4.

Pertanto, il tasso di attualizzazione *risk adjusted* (RADR) in ipotesi di neutralità della struttura finanziaria può ricavarsi dalla seguente relazione algebrica utile per l'esperto:

$$RADR = \text{risk free rate adjusted} + \text{premio rischio d'impresa (rendimenti differenziali)}$$

L'alto differenziale tra i rendimenti premiali delle *small cap* e quelli dei comparabili in

periodo post-pandemia, potrebbe essere attribuito, dall'esperto incaricato, a titolo di premio di rischio, nella valutazione di quelle società (*peer*) che si sono trovate in situazioni di criticità avendo adottato modelli di *business* molto diversi fra loro, caratterizzati da profili di rischio e da dotazioni di attività molto diverse. Infatti, se l'impresa da valutare ha una struttura dell'attivo diversa da quella dei *peer* dovrà avere anche una struttura finanziaria normale diversa da quella dei *peer*. Questa situazione assume particolare rilievo in quei settori ove la disomogeneità esalta, dove ad esempio, competono fra loro imprese caratterizzate da investimenti intangibili molto diversi, o dove imprese che svolgono mera attività di intermediazione e che competono con imprese integrate verticalmente. Qualora l'esperto volesse considerare la struttura finanziaria nella stima del tasso di sconto non dovrà partire dal *risk free rate* ma dal WACC riferito ad un rapporto di indebitamento ottimale associabile ad un *rating BBB (investment grade)* e utilizzare poi tale livello di indebitamento per il calcolo del WACC. Per calcolare il livello di indebitamento di equilibrio associabile al *rating BBB* normalmente si fa uso di tecniche

Nota:

(9) In base ad alcune ricerche empiriche condotte negli USA negli anni '80 riguardo ad un campione rappresentativo di PMI (2.260 unità produttive) risulta che, le PMI sono maggiormente esposte al rischio di fallimento rispetto alla grande impresa, a causa delle ridotte dimensioni strutturali incapaci di resistere a repentini cambiamenti di mercato.

Tavola 4 - I differenziali tra i rendimenti delle singole società *small caps* e i rendimenti del settore di appartenenza

<i>Small caps</i>	Rendimenti%	Società comparabili	Rendimenti%	Differenziali%
Gruppo Gel	-4,38%	Settore alimentare	-0,69%	-3,69%
Gruppo La Doria	+10,08%	Settore alimentare	-0,69%	10,77%
Gruppo Sirio	+15,79%	Settore sicurezza	-1,32%	17,11%
Gruppo Websolute	+14,42%	Pubblicità web	+0,02%	14,40%
Gruppo Maps	+14,29%	Informatica digitale	-1,51%	15,80%
Gruppo Tps	+11,54%	Informatica digitale	-1,51%	13,05%

Fonte: indice FTSE Italia *mid* e indice FTSE Italia *mid cap*, in www.borsaitaliana.it.

di stima dei *rating* in via sintetica. Si tratta di desumere dai *rating* di società appartenenti al medesimo settore quali siano gli indici di bilancio che spiegano la dispersione dei *rating* attraverso l'analisi di regressione. Quindi, il tasso di attualizzazione *risk adujsted* (RADR) in ipotesi di riferimento ad una struttura finanziaria normale può ricavarsi dalla seguente relazione algebrica:

$RADR\ adjusted = WACC + \text{premio rischio d'impresa (rendimenti differenziali)}$

Quando le probabilità di *default* non sono trascurabili a parere dell'esperto, occorre considerare nel tasso di sconto anche i costi di fallimento atteso. Infatti, se esiste la probabilità non trascurabile che l'impresa a seguito del *default* debba essere liquidata è necessario in alternativa considerare esplicitamente nella valutazione oltre, allo scenario *going concern*, anche lo scenario *gone concern* oppure scontare i flussi di risultato (reddituale, o di cassa attesi) nella prospettiva *going concern* ad un tasso superiore al WACC. In quest'ultimo caso, è importante chiarire che, gli aggiustamenti del tasso di sconto (RADR) debbono a loro volta essere ragionevoli, nel senso che debbono fondarsi su riscontri di mercato come il differenziale dei rendimenti trattato

sino ad ora, o, comunque trovare adeguati supporti. Secondo i Principi PIV deve valere la seguente regola: l'aggiustamento del tasso di sconto serve per riflettere rischi che i flussi di risultato attesi non riflettono già. Quando in periodi di pandemia o post-pandemica, i flussi prospettici non sono ragionevolmente prevedibili nessun aggiustamento di tasso può consentire di giungere ad una stima di valore ragionevole e l'esperto non deve fare uso dell'informazione prospettica (10).

Case study

La società *target small cap* quotata alla Borsa italiana svolge l'attività di servizi di intermediazione a favore di terzi con utilizzo di piattaforme *web*. Nel mese di settembre 2021 i dati di bilancio della società ed i dati di mercato dei comparabili erano quelli riportati in Tavola 5. Si proceda a calcolare il premio di rischio della società *target small cap* prendendo come base

Nota:

(10) Cfr. M. Bini - N. Visciano, "L'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione delle aziende", in *La valutazione delle aziende*, rivista on line, n. 1/2019, pag. 17.

Tavola 5 - Dati di bilancio della società target small cap e dati di mercato di società comparabili (settore dei servizi di intermediazione con piattaforma web)

Dati società Target				Dati società comparabili	
Dati sociali	Equivalents	Dati bilancio	Equivalents	Dati di mercato	Equivalents
1. Società Obiettivo srl	N. 1	Software	€ 1.000.000	Capitalizzazione di borsa	€ 2.500.000
Cod. ATECO 2007	15476	R&S	€ 500.000	Prezzi fatti di transazioni eseguite (media 10 anni)	€ 1.750.000
2. Intermediazione	Servizi Web	CAP. INVESTITO	€ 1.500.000	PFN	€ 1.000.000
3. Founders	N. 5	PFN	€ 250.000		
4. Dipendenti	N. 5	EQUITY	€ 1.250.000	(n. 1.250 azioni * € 1.000)	
5. Riserve di credito commerciale	€ 5.000.000	FONTI	€ 1.500.000	Fatturato medio di settore	€ 3.500.000
6. Riserve di credito bancario	€ 50.000	Fatturato	€ 2.000.000	EBITDA (10%)	€ 350.000
		EBITDA (10%)	€ 200.000	EBIT	€ 310.000
		EBIT	€ 121.000	ROE	7%
		ROE	10%		
		MKT potenziale	€ 5.000.000		
		MKT Effettivo (10%)	€ 500.000		
		Costo del capitale	8%	Costo del capitale	5%
		Free risk rate (BOT 3M)	-0,324%	Free risk rate (BOT 3M)	-0,324%
		Wacc	9,67%	Wacc	6,43%
		Rendimento small caps	14,42%	Rendimento comparabili	14,40%
		Differenziale rendimenti	0,02%		

Valutazione del rischio

di riferimento il tasso *free risk rate* (BOT 3M) *adjusted* (RADR), rettificato del differenziale premiale dei rendimenti *small cap* e dei rendimenti medi di comparabili (*premium risk*):

$$\begin{aligned} \text{RADR} &= \text{free risk rate (BOT 3M)} + \text{premium risk} \\ \text{RADR} &= -0,324\% + 0,02\% = -0,304\% \end{aligned}$$

Il RADR della *small cap* risulta negativo alla data della rilevazione (-0,304%) dopo aver

operato gli aggiustamenti del *premium risk*. Questo sta a significare che, né il mercato monetario obbligazionario, né il mercato borsistico hanno premiato positivamente il rischio sistematico della società obiettivo. La società valutanda di minori dimensioni (*small cap*) presenta un alto profilo di rischio di mercato rispetto alle imprese comparabili di maggiori dimensioni.

LIBRI

Analisi di bilancio

di Marco Fazzini

VI Edizione, Ipsoa Editore, 2020, pagg. 408, € 70,00, con Cd-Rom



Il libro accompagna il lettore lungo un percorso di approfondimento progressivo che lo aiuta ad acquisire dimestichezza prima con le logiche, poi con i ferri del mestiere dell'analisi di bilancio, strumento necessario per esplorare le dinamiche delle imprese.

Con la sesta edizione il volume è stato integralmente rinnovato. In particolare:

- gli indicatori sono stati aggiornati alla luce della prassi internazionale e dei documenti interpretativi degli standard setters;
- è stato inserito un nuovo capitolo che approfondisce la relazione tra Transfer Price e indici di bilancio (profit level indicators) secondo le più recenti linee OCSE;
- è stata ampliata la parte sull'analisi di bilancio nella crisi di impresa, facendo

riferimento alle procedure di allerta e alle misure introdotte a seguito della pandemia Covid;

- sono stati ampliati gli indici settoriali per consentire ai fruitori di disporre di benchmark di riferimento per l'analisi di bilancio;
- infine, è stato aggiornato e rivisto il software allegato.

Per informazioni o per l'acquisto

- **Servizio clienti**
E-mail: info.commerciali@wki.it
Tel: 02.82.47.61
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.shopwki.it**

Strategie ESG e impatti sul Modello di business per un investitore istituzionale

di Marco Orlandi (*)

Nel settore finanziario i modelli di valutazione tradizionali del merito creditizio si sono sviluppati in modelli di analisi più strutturati, tenendo conto non solo delle performance economiche e finanziarie delle imprese ma anche di punteggi ambientali, sociali e di governo societario (ESG) forniti dalle Agenzie di rating. Banche, investitori e istituti di credito valorizzano, quindi, sempre di più la componente ESG, garantendo maggiori finanziamenti alle aziende sostenibili, che adottano strategie ESG in linea con le Linee guida dell'EBA e la tassonomia UE. Tutto ciò comporta una nuova disclosure, o rendicontazione socio-ambientale, non solo in una prospettiva di engagement interna aziendale ma anche nel segno di una trasparente comunicazione con gli stakeholder, tra i quali rientrano le banche e gli investitori finanziari.

L'acronimo ESG e l'informativa non finanziaria

L'acronimo ESG, come ormai noto, si utilizza per indicare tutte quelle attività collegate agli investimenti socialmente responsabili che considerano non solo gli obiettivi tipici della gestione finanziaria, ma anche quelli di natura ambientale, sociale e di *governance*.

Gli *stakeholder* e gli *shareholder* prestano sempre più attenzione all'informazione non finanziaria, che tenga conto della sostenibilità, della tutela dell'ambiente (*environment*), della sostenibilità sociale (*social*), del governo della società (*governance*).

Anche la finanza si orienta sempre più verso la sostenibilità, sulla base di una normativa dettagliata e articolata che va dal Regolamento UE SFDR, dal Regolamento sulla tassonomia ESG, alle Direttive sull'informativa non finanziaria fino alla nuova Mifid 2.

Gli investimenti sostenibili e responsabili (o SRI, *Sustainable and responsible investment*) integrano i criteri ESG nella selezione dei titoli e si stanno progressivamente ampliando a livello nazionale e internazionale. Da più parti si avverte, però, la necessità di raggiungere regole comuni e condivise per valutare gli investimenti SRI, per migliorare la chiarezza e la trasparenza dei prodotti finanziari offerti

dal mercato ed evitare il c.d. fenomeno del *greenwashing*.

L'aspettativa degli investitori è che i temi ESG siano parte integrante delle strategie aziendali su cui investono e danno, pertanto, particolare rilevanza alla comunicazione non finanziaria, ai *report* di sostenibilità e al monitoraggio dei rischi socio-ambientali da parte delle imprese, del *management* e del CdA.

Attraverso la tassonomia si individua una prima lista di attività che possono essere considerate sostenibili dal punto di vista ambientale e sociale, misurandone *in primis*, attraverso determinati parametri e criteri tecnici, l'impatto ambientale.

Con Basilea 3 si vogliono introdurre i rischi ESG, ambientali, sociali e di *governance*, nei Modelli di *risk management*. Le banche dovranno nei prossimi anni adeguarsi alla gestione della transizione climatica e valutare con attenzione l'impatto dei rischi ESG, che, in caso contrario, potrebbero incidere negativamente sulla redditività delle banche.

In particolare, l'EBA ha pubblicato nel mese di marzo 2021 un documento di consultazione

Nota:

(*) Dottore commercialista-revisore legale in Castelfranco Veneto - iscritto all'Ordine di Treviso

pubblica sulle *Implementing technical standards* (ITS) dei requisiti di trasparenza ai rischi ESG, in relazione al c.d. 3° pilastro degli *standard* di Basilea III, che concernono le informazioni che le istituzioni finanziarie devono pubblicare per consentire ai propri clienti adeguate valutazioni.

Il rafforzamento della resilienza del settore bancario ai rischi ESG è di importanza fondamentale per migliorare il modo in cui le banche misurano e gestiscono tali rischi e anche per garantire ai mercati la possibilità di monitorare le attività delle banche.

Il Regolamento UE SFDR

Nel periodo della pandemia COVID-19 è cresciuta la consapevolezza da parte dei risparmiatori e degli investitori finanziari intorno ai temi della sostenibilità e al ruolo significativo degli investimenti ESG.

Le istituzioni europee hanno attivato una serie di azioni volte a contrastare la crisi economica e finanziaria innescata dal coronavirus, attraverso un Modello di sviluppo basato sulla sostenibilità come principio guida di tutte le proprie strategie politiche, tra cui ricadono sia il programma *Next generation EU* sia l'*European green new deal*.

In tale contesto si colloca il primo Regolamento europeo (Regolamento UE 2019/2088 del 27 novembre 2019) adottato nell'ambito del piano d'azione per la finanza sostenibile, che prevede una serie di misure e di obblighi di trasparenza nei confronti degli operatori che gestiscono gli strumenti finanziari. L'obiettivo del Regolamento è, in particolare, quello di ampliare e standardizzare le informazioni fornite agli investitori sui prodotti finanziari ESG. Più precisamente, tale Regolamento UE intende rendere comparabili per gli investitori i diversi prodotti di investimento e comprenderne il livello di sostenibilità, richiedendo agli intermediari di valutare gli impatti dei rischi di sostenibilità sui prodotti venduti e/o raccomandati e, al contempo, di consentire ai clienti di comprendere meglio il livello di sostenibilità dei loro investimenti finanziari.

Il Regolamento UE 2019/2088 è entrato in vigore in data 10 marzo 2021. Tale normativa si occupa dell'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (il Regolamento

Con Basilea 3 si vogliono introdurre i rischi ESG, ambientali, sociali e di governance, nei Modelli di risk management.

SFDR) e prevede un insieme di rilevanti obblighi di divulgazione o di *reporting* in tema sostenibilità, applicabili nei confronti di una vasta gamma di partecipanti al mercato finanziario, consulenti finanziari e prodotti finanziari.

Tale Regolamento fissa alcuni principi cardine in materia di trasparenza delle informazioni relative ai prodotti finanziari, che devono prendere in considerazione i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità, con spiegazioni chiare e motivate anche nelle informazioni precontrattuali.

Inoltre, in base all'art. 3 del Regolamento UE 2019/2088:

- i partecipanti ai mercati finanziari devono pubblicare sui loro siti *web* informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli investimenti;
- i consulenti finanziari sono obbligati a pubblicare sui loro siti *web* informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nelle loro consulenze in materia di investimenti o di assicurazioni.

Il Regolamento UE SFDR prevede di fornire un'informativa precontrattuale sui prodotti finanziari classificati ESG e, di conseguenza, le società di capitali devono dare informazioni corrette, veritiere e trasparenti agli investitori finanziari, al fine di non incorrere in eventuali responsabilità, sia di carattere civilistico (art. 2043 c.c.), a titolo di risarcimento danni per deprezzamento del valore del titolo azionario od obbligazionario o di altri strumenti finanziari, sia di carattere penale per false comunicazioni sociali (artt. 2621 e 2622 c.c.) e per violazione delle norme del T.U.F. poste a tutela del mercato finanziario (art. 185 T.U.F., per diffusione di notizie false e manipolazione del mercato, idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari).

I gestori di fondi danno, pertanto, una importanza notevole all'allineamento ESG in fase di investimento, che deve essere responsabile e sostenibile, atteso che come intermediari potrebbero andare incontro a responsabilità per informazioni false o per omissioni idonee ad influenzare le decisioni di un investitore ragionevole, a meno che non provino di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare

che le informazioni contenute nel prospetto di collocamento fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso (*ex art. 94 T.U.F.*).

Anche gli investitori privati stanno investendo sempre più risorse su progetti sostenibili secondo i criteri ESG, con ritmi di crescita notevoli rispetto ad un recente passato.

Gli investimenti finanziari sostenibili e gli ETF ESG

Negli ultimi anni i gruppi bancari hanno sviluppato sempre più *green* e *sustainable bond*, oltre a prestiti (*loan*) *ESG-linked* ai propri clienti, allineando i propri portafogli di prestiti e investimenti all'obiettivo di emissioni zero (*net-zero*) entro il 2050 in relazione alle iniziative intraprese in materia ambientale dalla Commissione europea e dall'ONU. All'interno di alcune banche italiane sono stati istituiti dei Comitati ESG all'interno del CdA o nel *Board*.

Sotto il profilo dell'investimento finanziario una massa considerevole di *asset* viene gestita dagli ETF ESG (*Exchange traded fund* - ESG), i fondi passivi quotati in Borsa che investono in aziende che rispettano i criteri ambientali, sociali e di *Corporate governance*.

Si tratta di strumenti innovativi che finanziano titoli e attività *green*, etiche o socialmente utili, in linea con gli obiettivi di sviluppo sostenibile fissati a livello europeo e dalle Nazioni Unite.

L'investimento responsabile tiene, quindi, pienamente conto dei fattori ambientali, sociali e di *governance* ai fini dell'ottimizzazione del valore dell'investimento stesso.

I rischi ambientali e sociali, se non ben gestiti, possano tradursi in sanzioni di importo consistente, in perdita di reputazione e immagine aziendale, con conseguente perdita di clienti e di fatturato; per questo motivo nell'ultimo decennio, in linea con il nuovo approccio regolamentare europeo, si è assistito a un ricorso sempre più massiccio a investimenti in linea con i criteri ESG, con trasformazione e integrazione delle condotte e delle strategie aziendali verso i temi ambientali, sociali e di corretta *governance*, linee d'azione che poi si

Il Regolamento UE SFDR prevede di fornire un'informativa precontrattuale sui prodotti finanziari classificati ESG.

traducono in migliori *performance* operative, in una superiore profittabilità dell'impresa, con inevitabile impatto positivo sulla valutazione dell'azienda.

Su tali valutazioni influiscono i *rating* ESG, che consentono, nel caso siano positivi, di ottenere un risparmio in termini di costi del debito e di capitale di rischio, oltre ad una migliore capitalizzazione di Borsa. Il Regolamento SFDR va in questa direzione, in quanto obbliga gli investitori finanziari di valutare, integrare e divulgare l'analisi dei rischi di sostenibilità nelle proprie decisioni di investimento, al fine di contrastare il c.d. fenomeno del *greenwashing*, che rappresenta un ambientalismo "di facciata" o un finto impegno nei confronti delle tematiche ambientali, al solo fine di realizzare un maggiore fatturato o una marginalità positiva a livello economico grazie ad un'immagine aziendale che difenda il pianeta e l'ambiente che, però, non corrisponde a quella reale.

Alcuni gestori di fondi e patrimoni hanno iniziato ad escludere dai loro portafogli settori rischiosi sotto il profilo dell'allineamento ESG (come, ad es., armi, tabacco, combustibili fossili), privilegiando l'investimento responsabile e la mitigazione del rischio in esame che può incidere sul rendimento finale. Per i gestori di fondi è molto importante non solo il rispetto del tema socio-ambientale, ma anche l'analisi della *governance* e degli adeguati assetti organizzativi aziendali, in quanto ricercano nell'allocatione dei loro investimenti un impatto positivo misurabile accompagnato da rendimenti potenzialmente sostenibili, attraverso una gestione proattiva delle opportunità e dei rischi correlati al contesto non solo economico, o finanziario, ma anche ambientale e sociale, stante l'obiettivo fondamentale, o prioritario, di contribuire a raggiungere gli obiettivi di sviluppo sostenibile (così come previsto a livello di regolamentazione europea).

I rischi ambientali, sociali e di *governance*, impattano, pertanto, con tutti gli altri rischi d'impresa (economico-finanziari, operativi, strategici, reputazionali), sul valore dell'azienda e, nel caso sia quotata in Borsa, sulla sua capitalizzazione.

A livello di sostenibilità lo strumento di comunicazione più significativo sulle azioni attuate dalle aziende nell'ambito ambientale, sociale e della

Valutazione d'azienda

governance è rappresentato dal bilancio sociale o dal *Report CSR* - rendiconto della *Corporate social responsibility*, detto anche bilancio di sostenibilità, che mette in evidenza gli impatti non finanziari dell'azienda verso gli *stakeholder* (1).

La DNF (dichiarazione non finanziaria), invece, è stata introdotta dal D.Lgs. n. 30 dicembre 2016, n. 254, che ha recepito la Direttiva europea 2014/95/UE, ed è obbligatoria per le grandi imprese considerate enti di interesse pubblico (banche, assicurazioni, società quotate) con almeno 500 dipendenti e uno stato patrimoniale superiore a 20 milioni o ricavi di almeno 40 milioni euro, le quali sono tenute a dare conto di una serie di informazioni attinenti ai temi ambientali, sociali, al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che sono rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa.

Il Regolamento di attuazione del D.Lgs. n. 254/2016 è stato adottato dalla Consob con delibera n. 20267 del 18 gennaio 2018.

Le Linee guida dell'EBA

Il 29 maggio 2020 l'EBA (*European banking authority*) ha pubblicato le nuove Linee guida in tema di concessione e monitoraggio del credito (*Guidelines on loan origination and monitoring* - LOM), un documento che si occupa delle tematiche ESG, al fine di sviluppare una cultura di mitigazione del rischio di credito, che tenga cioè conto di adeguate e sufficienti garanzie reali, considerando l'impatto sulla posizione patrimoniale e sulla redditività e sostenibilità dell'ente, nonché i relativi fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG).

Il suddetto documento contiene orientamenti emanati in applicazione dell'art. 16 del Regolamento UE 1093/2010 e, in conformità all'art. 16, par. 3, del Regolamento UE 1093/2010, le Autorità competenti e gli enti finanziari devono compiere ogni sforzo per conformarsi agli orientamenti.

Gli orientamenti in esame, che si applicano a decorrere dal 30 giugno 2021, definiscono la posizione dell'Autorità bancaria europea (ABE) in merito alle prassi di vigilanza adeguate all'interno del Sistema europeo di vigilanza

Il rafforzamento della resilienza del settore bancario ai rischi ESG è di importanza fondamentale per migliorare il modo in cui le banche misurano e gestiscono tali rischi e anche per garantire ai mercati la possibilità di monitorare le attività delle banche.

finanziaria o alle modalità di applicazione del diritto dell'Unione in un particolare settore.

Gli enti finanziari dovrebbero assicurare che politiche e procedure relative al rischio di credito siano ideate in modo da ridurre al minimo il rischio di frodi interne o esterne nel processo di concessione del credito, attraverso processi adeguati al fine di monitorare qualsiasi comporta-

mento sospetto o fraudolento.

Secondo tali Linee guida gli enti creditizi dovrebbero incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico (par. 56).

L'EBA sottolinea, al par. 127, che per i prestiti o i clienti associati a un rischio ESG più elevato, è necessario svolgere un'analisi più approfondita del Modello di *business* effettivo del cliente, compresa una revisione delle emissioni di gas a effetto serra attuali e previste, del contesto di mercato, dei requisiti di vigilanza ESG per le società in esame e del probabile impatto della regolamentazione ESG sulla posizione finanziaria del cliente.

Gli enti dovrebbero, di conseguenza, valutare l'esposizione del cliente ai fattori ESG, in particolare ai fattori ambientali e all'impatto sul cambiamento climatico, e l'adeguatezza delle strategie di mitigazione, come specificate dal cliente (par. 146). Viene, quindi, valutata con particolare attenzione sia la fase di concessione dei prestiti che il loro successivo monitoraggio. La decisione sul credito, così come prevede il par. 196 del suddetto documento, deve essere chiara e ben documentata e includere tutte le condizioni e le precondizioni, comprese quelle volte ad attenuare i rischi individuati nella valutazione del merito creditizio, come i rischi associati ai fattori ESG, per il contratto di prestito e il relativo esborso. Il prestito deve essere, quindi, sostenibile dal punto di vista ambientale e volto a finanziare attività economiche sostenibili sotto il profilo ambientale.

Nota:

(1) Si veda ad esempio in questo stesso numero l'articolo a firma di F. Lenoci.

Con tali Linee guida l'EBA stimola e incoraggia l'investimento finanziario responsabile e sostenibile che nella valutazione di imprese integra l'analisi finanziaria con il paradigma o il filtro ESG, inteso come tutela ambientale, sociale e di buon governo, allo scopo di ottimizzare la creazione di valore per l'investitore e per la collettività in generale, costruendo in tal modo un circolo virtuoso e una relazione causale positiva tra la *performance* sociale e la *performance* finanziaria delle imprese.

Il filtro ESG diventerà, pertanto, sempre più rilevante nella selezione dei titoli da parte degli investitori finanziari e nella concessione di credito da parte del sistema bancario.

Mediante le LOM (*Loan origination and monitoring*), si sviluppano, dunque, strumenti automatici per la valutazione del merito creditizio e si introduce la figura del *loan manager*, preposto all'analisi dei dati relativi al rischio di credito, compresi i rischi ESG, e al monitoraggio continuo del rischio di credito e dell'*impact investing*, con la finalità di generare un impatto socio-ambientale positivo e misurabile, unitamente a un ritorno finanziario dell'investimento operato.

Il sistema di valutazione ESG da parte del sistema bancario

Per le banche è divenuto fondamentale misurare le aziende esposte al rischio ambientale e climatico e ai costi di transizione verso un'economia più verde, o *green*, in quanto tali aziende sono più problematiche sotto il profilo della rischiosità della concessione di credito e della capacità futura di restituire i finanziamenti erogati. Tutto ciò comporta Modelli adeguati di misurazione del rischio, stante che l'attività di investimento e finanziamento sostenibile e responsabile deve generare un rendimento positivo adeguato per l'investitore o per il finanziatore, previa integrazione dei criteri ESG nella selezione dei titoli e delle aziende da finanziare.

È stato stimato che nei prossimi anni le banche registreranno perdite considerevoli sulle aziende maggiormente esposte ai rischi ambientali. La BCE valuterà l'impatto del *climate change* su banche e imprese con *stress test* climatico, a partire dal prossimo anno (2).

Se l'impatto della transizione climatica e ambientale non verrà gestita con attenzione e in misura

All'interno di alcune banche italiane sono stati istituiti dei Comitati ESG all'interno del CdA o nel Board.

efficace dalle banche, la redditività delle banche stesse si ridurrà notevolmente. Per questo motivo l'analisi dei rischi ESG, socio-ambientali e di *governance* richiede nuovi metodi di misurazione del rischio di credito, modelli adeguati di *risk manage-*

ment. Tutto ciò si riflette sul mondo delle imprese, comprese quelle di piccole e medie dimensioni, che dovranno d'ora in poi tener conto non solo degli aspetti economico-finanziari ma anche del rispetto dei requisiti ESG per ottenere nuovi finanziamenti o per procedere a rafforzamenti patrimoniali attraverso aumenti di capitale.

Mentre le società di maggiori dimensioni, come i grandi gruppi e le società quotate, si sono da tempo attrezzate su tali tematiche, istituendo dei Comitati di sostenibilità o ESG e incaricando *manager* preposti alla redazione di piani di sostenibilità, di misurazione e mitigazione dei rischi ESG, le imprese piccole e medie sono perlopiù in ritardo nell'integrazione delle strategie ESG.

Ne consegue che tali imprese dovranno adeguarsi rapidamente, per non subire razionamenti del credito bancario e riduzione dei flussi finanziari destinati a nuovi investimenti e alla crescita dimensionale delle imprese stesse. Questo è il motivo per cui molti investitori e amministratori delegati ora guardano con sempre maggiore attenzione all'impatto sociale totale (STI) delle aziende mediante i fattori ESG. Le aziende che hanno una valida ed efficace ESG *identity* sono più resilienti e reattive ai cambiamenti esterni. Le società che non si rafforzano nello sviluppo dei valori ESG dovranno affrontare una maggiore pressione da parte di investitori, finanziatori e clienti.

È, quindi, necessario sviluppare un processo volto a definire ed identificare gli obiettivi di sostenibilità di breve e medio-lungo termine da parte delle imprese, assieme ad un piano di monitoraggio periodico sullo stato di avanzamento delle attività per il raggiungimento degli

Nota:

(2) Sul punto si cita: L. Davi, "Banche, perdite a +300% su prestiti a rischio *green*", in *Il Sole - 24 Ore* del 26 novembre 2021, pag. 36, dove si evidenzia che le perdite per le banche potrebbero derivare sia dai disastri naturali, o meteorologici, che colpiranno le imprese localizzate in territori più critici, o fragili, sia dai costi di transizione per ridurre le emissioni inquinanti di anidride carbonica, la CO₂, che impatta negativamente soprattutto sulle aziende che operano nel settore dei combustibili fossili, dell'industria mineraria e siderurgica.

Valutazione d'azienda

stessi, attraverso una serie di passaggi che vanno dal *reporting* (bilancio di sostenibilità), alle politiche di gestione dei criteri ESG, alle attività di verifica, di certificazione e attestazione dei dati contenuti nel *report* di sostenibilità (attività di *assurance*).

Sia le banche che le società di investimento finanziario, o *investment bank*, selezionano i finanziamenti da erogare e da gestire in portafoglio secondo criteri ESG, privilegiando le imprese migliori, o più virtuose, all'interno di un settore o di una categoria, cercando di individuare le società più meritevoli o che danno segni di miglioramento nei *rating* ESG storici e futuri, costruendo un dialogo (tramite anche questionari sui criteri di recepimento dei fattori ESG e verifica delle azioni correttive adottate per allineamento ESG) con imprese sulle questioni di sostenibilità (*engagement*), valutando e monitorando di continuo l'*impact investing* che deve essere misurabile sotto il profilo ESG e in grado di garantire un ritorno finanziario. Si adotta, pertanto, un approccio multidimensionale al fine di individuare preventivamente le imprese più esposte a rischi ESG, mediante uno *screening* delle stesse, al fine di escludere le aziende con *screening* negativo, non conforme alla tassonomia ESG o al *target* prefissato per la sostenibilità del Modello di *business* aziendale. Si svolgono, di conseguenza, analisi di materialità, di comparabilità e dei KPI (*Key performance indicator*) più rilevanti ai fini della valutazione di sostenibilità complessiva ESG, esaminando, al contempo, tutte le eventuali criticità rilevate e le strategie adottate per risolverle.

Alcuni gestori di fondi e patrimoni hanno iniziato ad escludere dai loro portafogli settori rischiosi sotto il profilo dell'allineamento ESG (come, ad es., armi, tabacco, combustibili fossili), privilegiando l'investimento responsabile.

analizzano accuratamente il *rating* ESG dell'azienda e nel caso sia inadeguato o non in linea con i normali *standard* del settore economico, o produttivo, cui appartiene l'impresa, non investono risorse finanziarie in tale impresa, posto che devono mitigare il rischio di credito e applicare procedure e Linee guida per ridurre al massimo i rischi ESG,

valutandone l'ecosostenibilità dell'attività.

È necessaria una selezione dei macro-fattori ESG, a livello ambientale, sociale e di *governance*, per ottenere gli *ESG scores*, con rilevazione degli *ESG scores* medi per ciascun settore produttivo di appartenenza, al fine di rendere confrontabili le imprese che rientrano nella stessa categoria produttiva, o merceologica, e attribuire un punteggio relativo ai vari fattori di rischio, il quale va poi ad impattare sulla concessione di credito e sul costo del capitale.

Si ipotizzi un campione di aziende di medie dimensioni che operanti nel settore industriale, ramo carpenteria, analizzate con assegnazione di punteggi ESG per ricavare score medi sia per le tre aree di riferimento sia a livello complessivo (ipotizzando una scala che va da 0 a 100, in misura proporzionale al grado, o alla percentuale di allineamento e di integrazione dei fattori ESG). Si veda in merito la Tavola 1.

Sulla base di questi dati campionari si possono analizzare gli scostamenti di un'azienda che opera nel medesimo settore carpenteria rispetto ai valori medi di riferimento rilevati nelle tre aree di analisi e a livello complessivo; in tal modo si riesce a individuare la fascia in cui si colloca l'azienda rispetto al campione preso in esame, tarandola esattamente sotto il profilo delle sue caratteristiche e dei rischi ESG.

L'obiettivo è quello di elaborare uno *screening* e un monitoraggio continuo non solo delle società quotate, ma anche delle PMI non

ESG scores e analisi per campione

Le banche e il sistema finanziario nella concessione di credito e negli investimenti azionari

Tavola 1 - ESG scores settore carpenteria (in base a un campione di aziende)

ESG di riferimento	Punteggio medio del campione (<i>scores</i> medio)
Ambiente (E)	61,58
Sociale (S)	56,36
Corporate governance (G)	64,85
ESG scores medio complessivo	53,81

quotate, analizzandole adeguatamente in base alle loro specifiche caratteristiche e alle loro diverse dimensioni, creando dei *cluster* o campioni di rilevazione statistici diversificati a seconda delle dimensioni economiche e patrimoniali. Ogni banca ha dei sistemi di valutazione del merito credito e del *rating* ESG differenziati e non omogenei tra loro; per questo motivo è importante creare degli *standard* di rendicontazione comuni, diversificati per settori e per dimensioni aziendali.

La maggior parte delle metriche ESG sono diverse nelle metodologie utilizzate e negli indicatori misurati. La difficoltà principale deriva dal fatto che la sostenibilità deriva da una combinazione di tre elementi, ambientale, sociale e *governance*, i dati da raccogliere come base informativa sono numerosi e i *driver* di valore non finanziario sono, di conseguenza, differenziati ed eterogenei. Ne consegue che le informazioni raccolte devono essere correttamente selezionate, interpretate e valutate al fine di inquadrare in modo adeguato le imprese con il filtro ESG.

La svolta della finanza sostenibile e la tassonomia ESG (Regolamento UE 2020/852)

Il Regolamento UE 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio detta una disciplina specifica al fine di istituire un quadro che favorisca gli investimenti sostenibili e modifica il Regolamento UE 2019/2088.

Il suddetto Regolamento sulla tassonomia delle attività economiche eco-compatibili (*Taxonomy regulation* - TR) stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento.

Si applica alle imprese soggette all'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario o una dichiarazione consolidata di carattere non finanziario ai sensi, rispettivamente, dell'art. 19-*bis* o dell'art. 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio.

L'art. 8 del Regolamento 2020/8052 obbliga le imprese a essere trasparenti nelle dichiarazioni di carattere non finanziario. Più precisamente, qualsiasi impresa soggetta all'obbligo di pubblicare informazioni di carattere non finanziario ai sensi dell'art. 19-*bis* o dell'art. 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE include,

nella dichiarazione di carattere non finanziario o nella dichiarazione consolidata di carattere non finanziario, informazioni su come e in che misura le attività dell'impresa sono associate ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli artt. 3 e 9 del presente Regolamento. Segnatamente, le imprese non finanziarie comunicano quanto segue:

a) la quota del loro fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli artt. 3 e 9;

b) la quota delle loro spese in conto capitale (CapEx) e la quota delle spese operative (OpEx) relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili ai sensi degli artt. 3 e 9.

La Commissione, inoltre, raccomanda di riferire in merito a determinati indicatori fondamentali di prestazione legati al clima sulla base del quadro istituito dal presente Regolamento. In particolare, le informazioni relative alla quota del fatturato, delle spese in conto capitale (CapEx) o delle spese operative (OpEx) di tali grandi società non finanziarie associate ad attività economiche ecosostenibili, nonché gli indicatori fondamentali di prestazione adattati alle grandi società finanziarie sono utili agli investitori che sono interessati a società i cui prodotti e servizi contribuiscano in modo sostanziale a uno degli obiettivi ambientali di cui al presente Regolamento. È pertanto opportuno imporre a tali grandi società la pubblicazione annuale di tali indicatori fondamentali di prestazione.

Per non danneggiare gli interessi degli investitori, i gestori di fondi e gli investitori istituzionali che mettono a disposizione prodotti finanziari dovrebbero indicare come e in che misura utilizzano i criteri di ecosostenibilità delle attività economiche per determinare l'ecosostenibilità dei loro investimenti. Le informazioni pubblicate dovrebbero permettere agli investitori di conoscere la quota degli investimenti sottostanti il prodotto finanziario in attività economiche ecosostenibili sotto forma di percentuale di tutti gli investimenti sottostanti tale prodotto finanziario, consentendo così agli investitori di comprendere il livello di ecosostenibilità dell'investimento (punto 18 del Regolamento TR).

In base al Regolamento delegato UE della Commissione del 6 luglio 2021 si è integrato il Regolamento 2020/852, stabilendo, al punto 4, che gli investitori e il pubblico dovrebbero

Valutazione d'azienda

essere in grado di valutare la quota di attività economiche allineate alla tassonomia perseguite dalle imprese beneficiarie degli investimenti. I gestori di attività finanziarie dovrebbero pertanto indicare la quota di investimenti in attività economiche allineate alla tassonomia rispetto al valore di tutti gli investimenti da essi gestiti derivanti dalle loro attività di gestione di portafogli sia collettivi che individuali. Tale quota di investimenti allineati alla tassonomia dovrebbe essere data dalla quota di attività economiche allineate alla tassonomia delle imprese beneficiarie degli investimenti risultante dai loro rispettivi indicatori fondamentali di prestazione, dato che tali indicatori riflettono le prestazioni ambientali delle predette imprese.

Per quanto riguarda gli enti creditizi, soggetti agli obblighi di informativa di cui agli art. 19-*bis* e 29-*bis* della Direttiva 2013/34/UE, il principale indicatore fondamentale di prestazione per gli enti creditizi dovrebbe essere il coefficiente di attivi verdi (*Green asset ratio*, GAR), che indica la quota di esposizioni relative ad attività allineate alla tassonomia rispetto agli attivi totali di tali

enti creditizi. Il GAR dovrebbe riferirsi all'attività principale di prestito e di investimento degli enti creditizi, compresi i prestiti, gli anticipi e i titoli di debito, e alle loro partecipazioni azionarie, in modo da riflettere in che misura tali enti finanziario attività allineate alla tassonomia (punto 5 del Regolamento delegato).

L'applicazione della nuova normativa regolamentare sulla tassonomia UE è fissata al 1° gennaio 2022 per le società quotate e al 2024 per tutte le altre imprese (comprese le PMI). Le banche in fase di concessione di finanziamenti chiederanno in un prossimo futuro alle PMI di compilare i moduli ESG, che richiederanno una serie di informazioni utili a classificare le imprese con il filtro ESG.

Appare, quindi, necessario prendere confidenza con tali nuovi strumenti di valutazione e di analisi dei rischi ESG, al fine di non subire razionamenti o limitazioni del credito.

In particolare, è utile analizzare alcuni indicatori, impostando il piano dei conti aziendale con le opportune personalizzazioni, o con creazione di appositi sottoconti, che si possono così riepilogare come riportato in Tavola 2.

Tavola 2 - Indicatori utili ai fini dell'allineamento alla tassonomia ESG

Indicatori base tassonomia ESG	Quozienti di riferimento tassonomia UE
Spese in conto capitale ESG (Capex) su attivi o processi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia UE	$\frac{\text{Spese in conto capitale attività ESG}}{\text{Attivi o processi associati ad attività ESG}}$
Spese operative ESG (Opex) su attivi o processi associati ad attività economiche allineate alla tassonomia UE	$\frac{\text{Spese operative attività ESG}}{\text{Attivi o processi associati ad attività ESG}}$
Quota di fatturato derivante da prodotti e servizi eco-compatibili allineati a tassonomia UE	$\frac{\text{Ricavi prodotti e servizi ESG}}{\text{Fatturato complessivo}}$
<i>Green Ratio</i> (per le banche e gli investitori finanziari)	$\frac{\text{Esposizioni relative ad attività ESG}}{\text{Attivi totali ente creditizio}}$

Conclusioni

Diviene, quindi, necessario per le imprese introdurre un sistema di reportistica e di analisi dei rischi ESG adeguato al quadro normativo europeo e alle esigenze di sostenibilità delle aziende, al fine di informare efficacemente gli *stakeholder* e rispondere alle loro aspettative e, al contempo, rendere noti gli impatti dei temi ESG sul *business* aziendale e sul rischio di credito o finanziario.

Occorre diffondere la *disclosure* della sostenibilità anche alle PMI, al fine di fornire informazioni standardizzate al mercato e, al contempo, di rendicontare le politiche e gli impatti dei fattori ESG sul Modello di *business*, informazioni utili agli investitori finanziari e al sistema creditizio. In tal modo si rende possibile un più facile accesso a prestiti e finanziamenti per le PMI, fornendo dati armonizzati e standardizzati sui fattori ESG anche per le imprese di piccola e media capitalizzazione, non solo per le grandi imprese e le quotate.

Alle imprese, alle banche e agli investitori finanziari servono competenze adeguate in materia, con analisi degli indicatori chiave di *performance* ESG (*Key performance indicator* - KPI), per verificare e monitorare di continuo il grado e la percentuale di allineamento degli attivi aziendali alla tassonomia ESG, così come da Regolamento UE 2020/852, che vale per le attività ambientali. La tassonomia UE, in un prossimo futuro, verrà estesa anche ai temi sociali e di *governance*, così da inglobare non solo gli aspetti ambientali ma anche quelli sociali e di buon governo societario.

Bibliografia

C. Bellavite Pellegrini - R. Caruso - R. Cifone, *The impact of ESG scores on both firm profitability and value in the tyre and automotive sector: 2002-2016*, CESPIC, 2018.

C. Bellavite Pellegrini - M. Dallochio - E. Parazzini, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, EGEEA, 2020.

G. Catello Landi, *Sostenibilità e rischio d'impresa*, CEDAM, 2020.

Commissione europea, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, 2018.

Consob, *Rapporto Consob sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane 2020*, 2021.

L. Davi, "Banche, perdite a +300% su prestiti a rischio *green*", in *Il Sole - 24 Ore* del 26 novembre 2021, pag. 36.

Euronext, *Euronext e Borsa italiana lanciano il nuovo indice MIB ESG* del 18 ottobre 2021, Milano.

Fondazione nazionale dei commercialisti, L. Magrassi (di), *GRI Sustainability reporting guidelines e IIRC Integrated reporting framework*, Roma, settembre 2015.

Forum per la finanza sostenibile - ABI - Assogestioni, *L'Unione Europea e la finanza sostenibile. Impatti e prospettive per il mercato italiano*, 2019.

A. Giacomelli et al., "La *disclosure* dei rischi nelle primarie banche europee: un primo *assessment* del terzo pilastro di Basilea 2", in *Quaderni AIAF* (Associazione italiana degli analisti e consulenti finanziari), n. 144/2009.

Global reporting initiative, GRI Sustainability reporting standards (GRI standards), 2016.

M. Orlandi, *Emergenza sanitaria: impatti su bilancio, revisione legale e finanza, e-book*, Collana EXPLICO, IPSOA, Wolters Kluwer editore, Milano, 2020.

M. Orlandi, *Revisione delle stime contabili. Principio ISA Italia 540, e-book*, Collana eFacile, IPSOA, Wolters Kluwer editore, Milano, 2021.

I. Visco, *Sviluppo sostenibile e rischi climatici: il ruolo delle banche centrali* del 21 maggio 2019, intervento al convegno di apertura del Festival dello sviluppo sostenibile 2019.

Osservatorio Family Business Academy: performance 2021

di Massimo Lazzari (*) e Davide Mondaini (**)

Si riportano in questo contributo i dati principali dell'Osservatorio "Valore imprese di famiglia" della Family Business Academy. L'Osservatorio, giunto ormai alla settima edizione, fotografa dal 2015 le caratteristiche delle imprese familiari dell'Emilia-Romagna e le confronta con quelle delle imprese non familiari, al fine di fornire informazioni e spunti strategici per la crescita e la riorganizzazione delle imprese familiari.

L'Osservatorio Family Business Academy

Il 2020 verrà ricordato in tutto il mondo come "l'anno del COVID-19".

L'emergenza sanitaria, i *lockdown*, le restrizioni imposte a livello nazionale hanno determinato ricadute importanti e senza precedenti sulle *performance* economiche, patrimoniali e finanziarie di tantissime imprese, a prescindere dalle dimensioni e dai settori di appartenenza.

Tante sono state le misure messe in atto sia dal governo che dal sistema finanziario per sostenere le imprese e i settori più colpiti, che hanno consentito di mitigare in parte le perdite di fatturato e marginalità, l'assorbimento di flussi di cassa, l'erosione dei patrimoni aziendali, tra cui vale la pena ricordare:

- gli ammortizzatori sociali straordinari;
- i contributi a fondo perduto e i ristori;
- la possibilità di sospendere gli ammortamenti;
- la possibilità di rivalutare gli *asset* patrimoniali;
- le moratorie sui finanziamenti bancari;
- la nuova finanza straordinaria messa a disposizione dal sistema bancario.

Nonostante il ricorso a tali misure sia stato massiccio e trasversale, è innegabile che per la maggior parte delle imprese i bilanci 2020 siano stati tra i peggiori della loro storia. È altrettanto evidente che, in questo drammatico scenario generalizzato, ci siano stati settori e imprese che hanno tenuto più degli altri, e anzi abbiano fatto registrare prestazioni migliorative rispetto agli anni precedenti.

In un contributo precedente (1) si sono esaminati gli effetti di tali ricadute sulle *performance*

2020 di un campione di PMI dell'Emilia-Romagna, cercando di capire quali settori e quali *cluster* dimensionali abbiano reagito meglio.

In questo contributo invece si riportano i risultati dell'Osservatorio della *Family Business Academy*, il Centro studi & ricerche sulle imprese di famiglia, che ormai dal 2015 ogni anno monitora le *performance* delle PMI a conduzione familiare dell'Emilia-Romagna e le confronta con quelle delle PMI non familiari.

L'obiettivo è quindi quello di capire sotto quali aspetti le imprese familiari abbiano subito più di quelle non familiari gli impatti della pandemia, e su quali invece siano riuscite a performare meglio, e a confermare i punti di forza che erano emersi nelle edizioni precedenti dell'Osservatorio.

I risultati della settima edizione dell'Osservatorio, che esamina le *performance* del periodo 2015-2020, sono descritti di seguito (2). Ed evidenziano alcuni interessanti spunti di riflessione, per poter apprezzare meglio quanto successo nel corso del 2020 e soprattutto quali sono le aree su cui dovranno concentrarsi le PMI familiari nei loro piani di ripresa e rilancio dei prossimi anni.

Note:

(*) Consulente Mondaini Partners

(**) Fondatore Mondaini Partners

(1) Mondaini - Lazzari, "L'impatto del COVID-19 sulle *performance* 2020 delle PMI dell'Emilia-Romagna", in *Amministrazione & Finanza*, n. 11/2021.

(2) Osservatorio, *Valore imprese di famiglia*, 7 edizione, dicembre 2021. Le informazioni di sintesi sono disponibili sul sito www.familyacademy.it, l'Osservatorio completo è riservato agli associati.

La popolazione di riferimento

La settima edizione dell'Osservatorio FBA ha preso in esame 3.371 imprese familiari con fatturato compreso tra 5 e 100 mln euro (3) (erano 3.713 nella sesta edizione dell'Osservatorio) (4).

Questo campione è stato messo a confronto con le imprese non familiari con sede in Emilia-Romagna e fatturato compreso tra 5 e 100 mln euro (2.530 imprese, erano 2.592 nella scorsa edizione).

Complessivamente, quindi, l'Osservatorio è stato realizzato su un campione di 5.901 società di capitali attive, con sede in Emilia-Romagna e fatturato compreso tra 5 e 100 mln euro (in calo rispetto alle 6.305 società incluse nel campione nella sesta edizione dell'Osservatorio, Tavola 1).

La prima informazione importante che emerge dall'Osservatorio riguarda quindi il calo della numerica del campione di riferimento, che fino al 2019 era sempre cresciuto. Tale calo può essere imputato a due fenomeni in particolare:

- la cessazione dell'attività per tante imprese;
- la riduzione dei fatturati di tante imprese al di sotto dei 5 mln euro.

Entrambi questi fenomeni, come si vede dai dati riportati, hanno colpito di più le imprese familiari rispetto a quelle non familiari.

In termini di distribuzione geografica, quasi il 70% delle imprese familiari esaminate si

concentra nelle Province di Bologna (22%), Modena (20%), Reggio Emilia (13%) e Parma (13%), percentuale che si conferma anche per le imprese non familiari. Entrando nel dettaglio delle singole Province (Tavola 2), si evidenzia che le Province di Piacenza, Parma, Modena e Rimini sono quelle in cui si rileva una maggior concentrazione di imprese familiari rispetto a quelle non familiari, mentre nelle Province di Ravenna, Ferrara e Bologna la numerosità dei due campioni è simile.

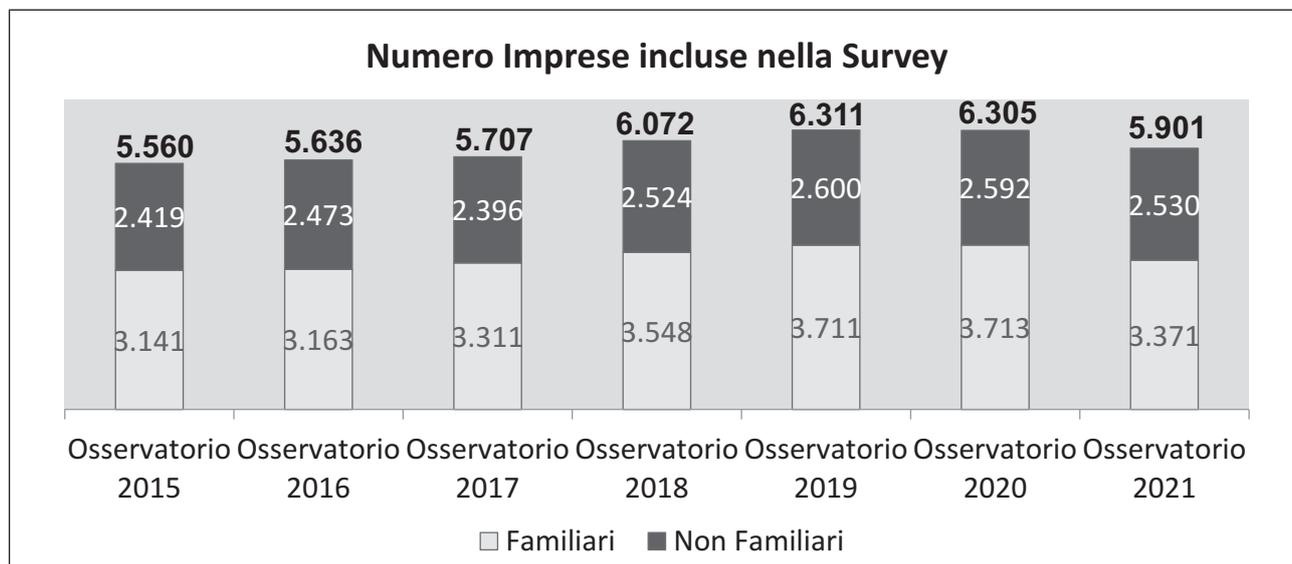
Esaminando la composizione del campione in termini di *cluster* dimensionali (Tavola 3), oltre la metà delle imprese familiari esaminate ha una dimensione inferiore ai 10 mln euro (il 37% per quelle non familiari), mentre solo il 4% delle stesse supera i 50 mln euro (l'11% per quelle non familiari).

Note:

(3) Le società esaminate nell'Osservatorio sono state definite "imprese familiari" nei casi in cui la quota di controllo del capitale sociale (> 51%) sia in mano a uno o più individui o famiglie. Nei casi in cui tale criterio non sia rispettato, sono state definite "imprese familiari" le società che presentino come ultimo azionista di riferimento (risalendo la catena di controllo) un individuo o una famiglia che possieda almeno il 50,01% del capitale sociale della *holding* principale. Tutte le altre società del campione sono state definite "imprese non familiari".

(4) Si veda Mondaini - Lazzari, "Osservatorio Family Business Academy: performance 2020", in *Amministrazione & Finanza*, n. 1/2021.

Tavola 1 - La popolazione di riferimento



Creazione di valore

La distribuzione del campione per macro-settori evidenzia che circa un terzo delle imprese familiari esaminate opera nel settore del commercio (34%), seguito da meccanica (12%) e industria metallifera (9%). I macro-settori più rappresentati per le imprese non familiari sono il commercio (20%), i servizi (15%) e la meccanica (10%).

Un dato interessante riguarda la longevità media delle imprese: il 43% di quelle familiari è in attività da oltre 30 anni, percentuale che scende al 37% per quelle non familiari. D'altro canto, solo l'8% delle imprese familiari è nato negli ultimi 6 anni (dal 2015), contro il 12% di quelle non familiari.

Finanza Aziendale

Tavola 2 - La popolazione di riferimento: mix per Provincia

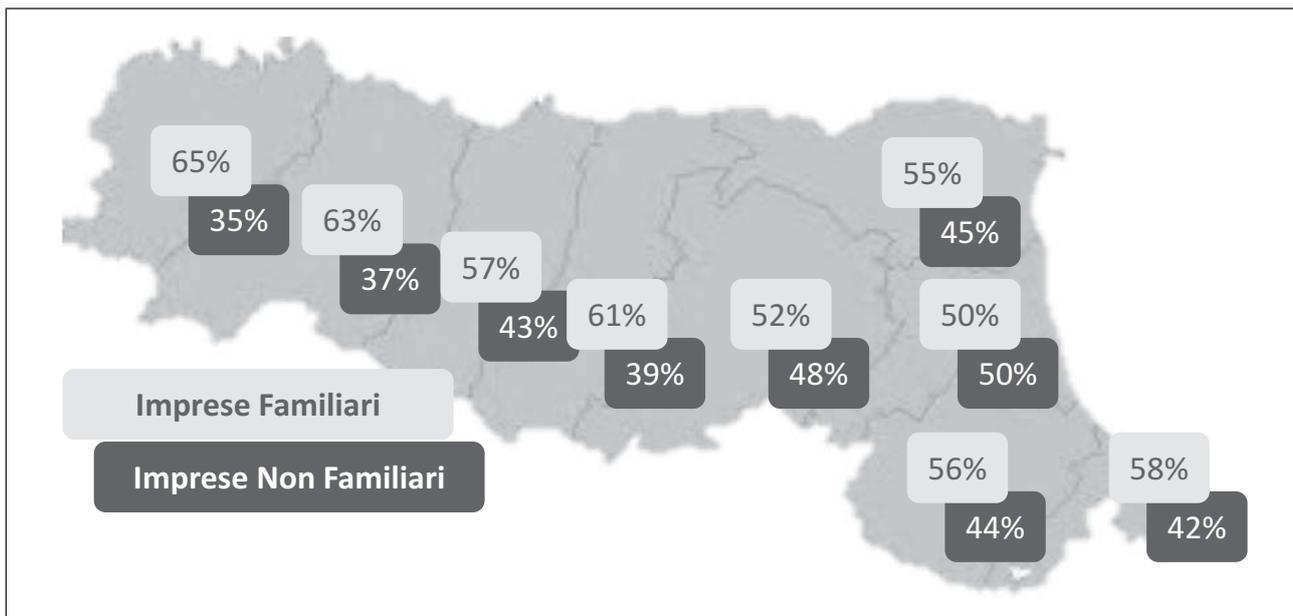


Tavola 3 - La popolazione di riferimento: distribuzione per cluster dimensionale

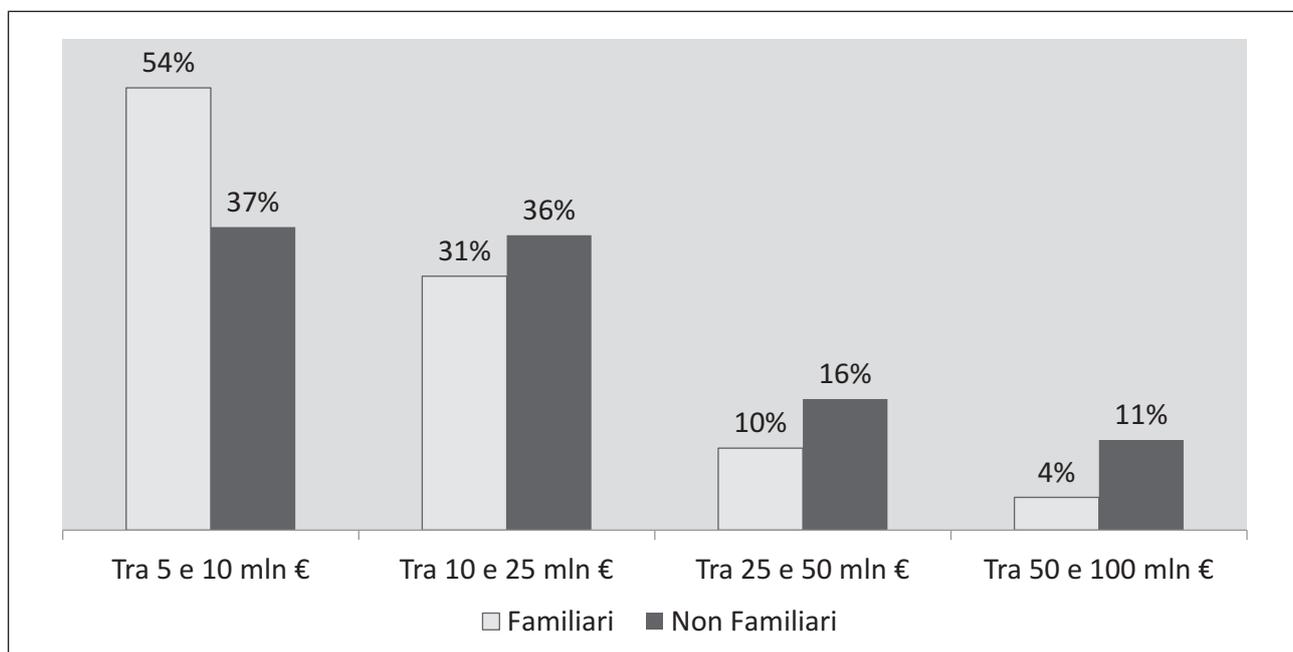


Tavola 4 - Imprese familiari e non familiari a confronto: creazione di valore

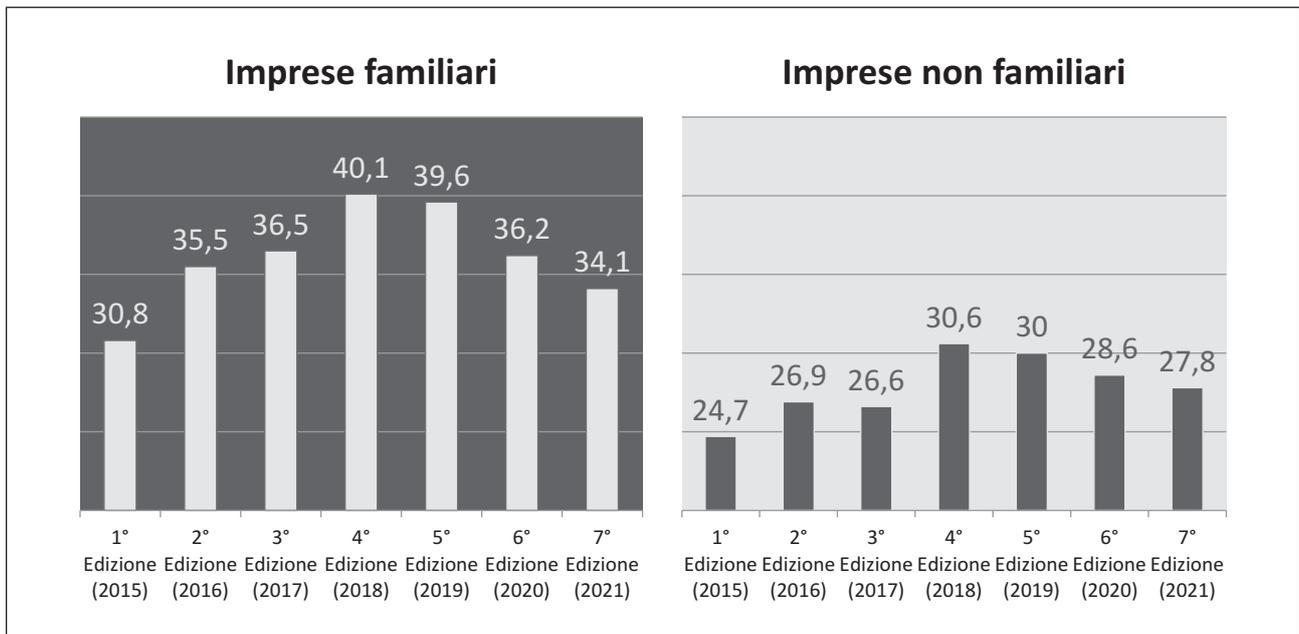
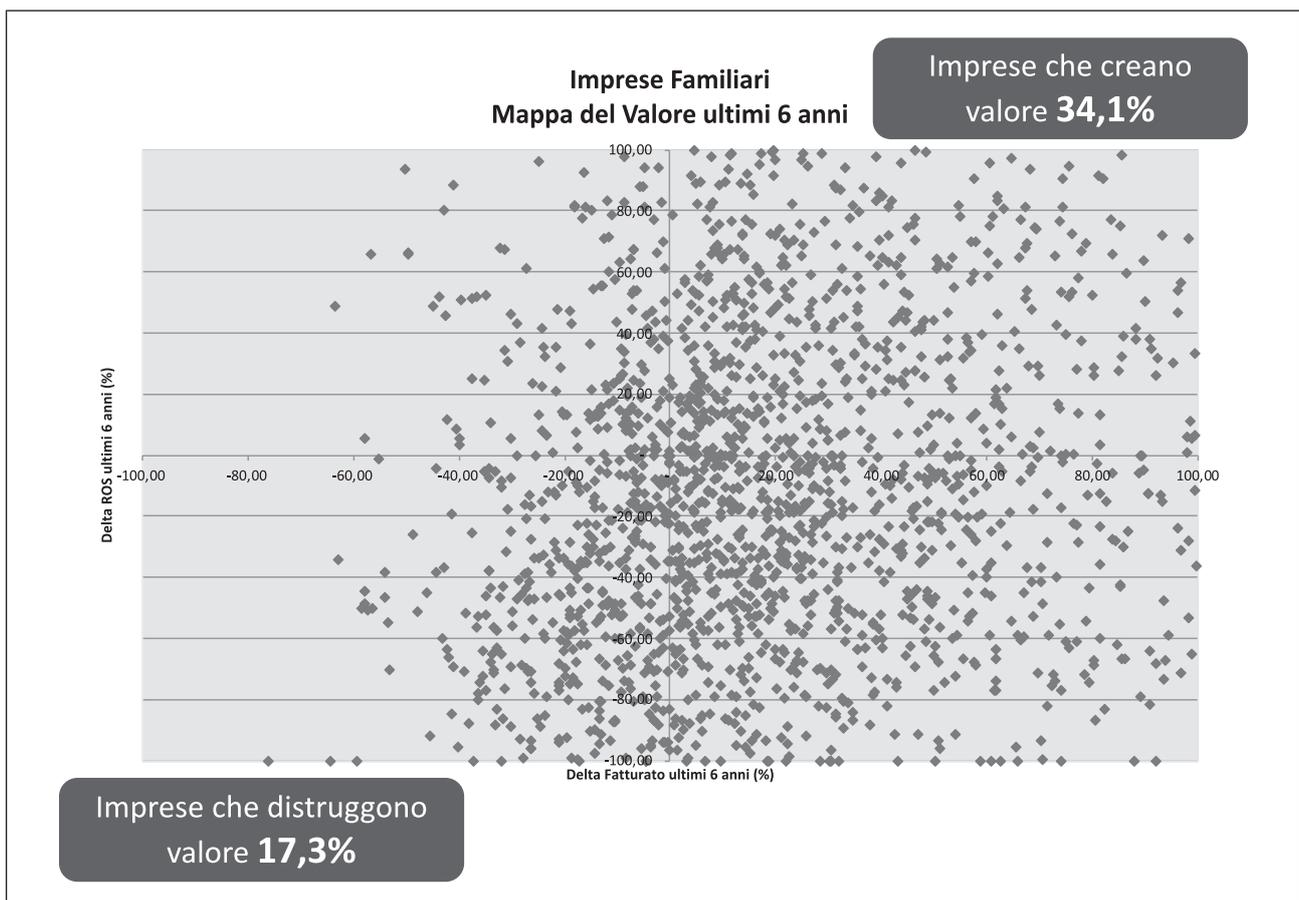


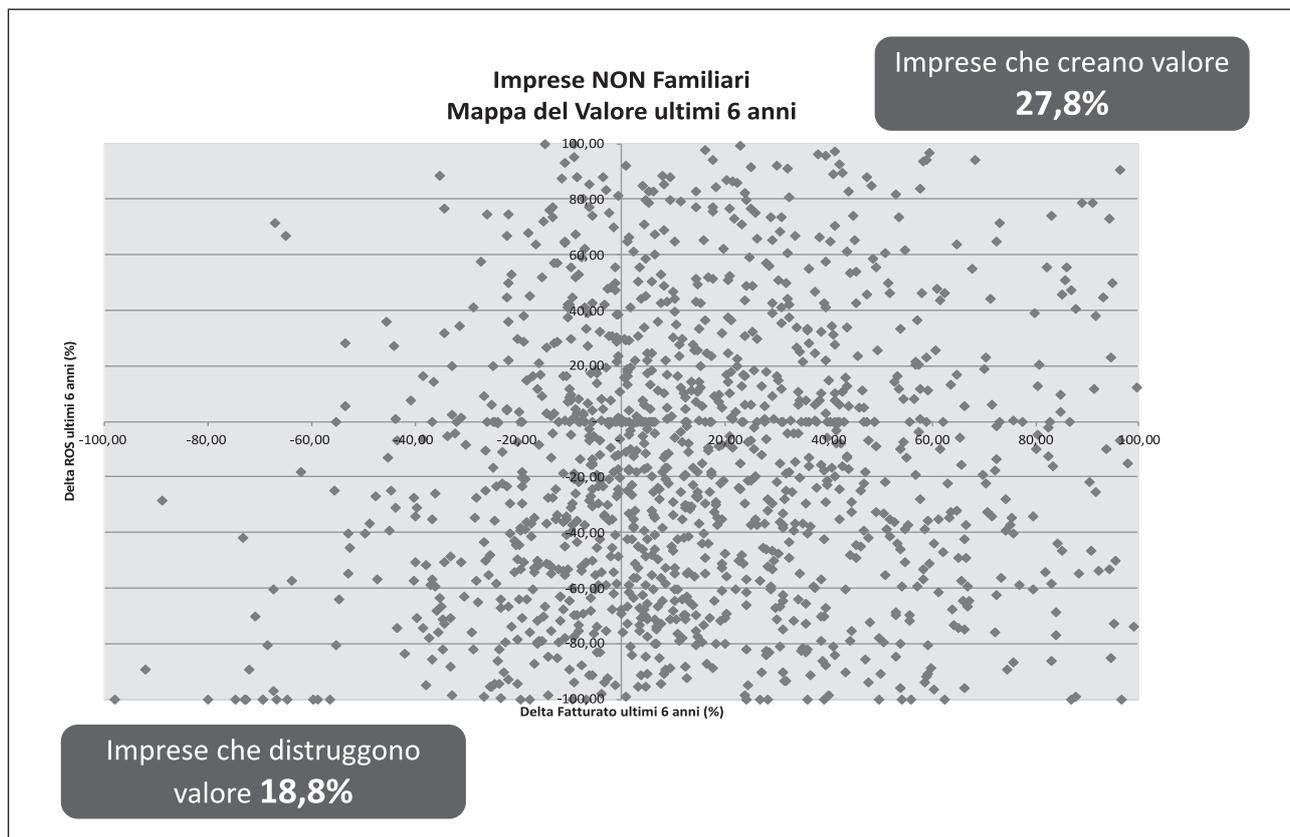
Tavola 5 - La mappa del valore 2015-2020: imprese familiari



Creazione di valore

Tavola 6 - La mappa del valore 2015-2020: imprese non familiari

Finanza Aziendale



L'Osservatorio FBA prende quindi in esame questo campione di imprese mettendo a confronto le imprese familiari con quelle non familiari relativamente a 4 aree di analisi:

- la creazione di valore;
- le *performance* economico-finanziarie;
- la creazione di occupazione;
- i modelli di *leadership* e *governance*.

Imprese familiari vs imprese non familiari

Creazione di valore

Nell'Osservatorio FBA si definiscono "imprese che creano valore" quelle imprese che, in un determinato arco di tempo, presentino un aumento del fatturato e della redditività caratteristica.

Esaminando i risultati dell'ultima rilevazione (Tavole 4, 5 e 6), che ha riguardato i dati degli ultimi 6 anni (periodo 2015-2020 ove disponibile il bilancio 2020, altrimenti periodo 2014-2019), si rileva che il 34,1% delle imprese familiari ha creato valore (era il 36,2% nell'edizione

precedente dell'Osservatorio), mentre il 17,3% lo ha distrutto (l'11,4% nel 2019).

Dall'altro lato, la percentuale di imprese non familiari che, nello stesso periodo, ha creato valore è il 27,8% (era il 28,6% nel 2019) mentre il 18,8% hanno distrutto valore (il 12,8% nel 2019).

In sintesi, quindi, si evince che le imprese familiari confermano una maggior capacità di creazione di valore rispetto a quelle non familiari, nonostante un ovvio peggioramento generalizzato per entrambe le categorie rispetto alla rilevazione precedente. Il dato interessante da rilevare è che il peggioramento, per quanto non trascurabile, è stato comunque inferiore a quello che era stato registrato tra i dati del 2018 e quelli del 2019. Da ciò si può desumere che:

- gli impatti della pandemia sulla capacità delle imprese di creare valore ci sono stati, ma in misura inferiore rispetto a quanto ci si poteva aspettare;
- la riduzione di tale capacità, sia per le imprese familiari che per quelle non familiari,

assume ormai un carattere strutturale e non congiunturale, dal momento che prosegue da 3 anni successivi di rilevazioni.

Per quanto riguarda invece la capacità di crescita, si conferma un dato migliore per le imprese familiari (ben il 66% ha registrato un fatturato 2020 superiore a quello del 2015, contro il 61% delle imprese non familiari), ma il *gap* si è ridotto rispetto a quello rilevato nella passata edizione.

Un altro dato significativo è rappresentato dalla distribuzione delle imprese che creano valore in relazione al *cluster* dimensionale (Tavola 7). Da questa analisi si rileva che le imprese familiari di maggiori dimensioni, a differenza delle precedenti edizioni, presentano una minor capacità di creazione di valore: infatti all'interno del *cluster* di imprese con fatturato superiore ai 50 mln euro la percentuale di quelle che hanno creato valore corrisponde al 32% per le imprese familiari (contro una media del 34%). Discorso analogo per le imprese non familiari: quelle di maggiori dimensioni (fatturato superiore ai 50 mln euro) presentano una capacità di generazione di valore (il 27% del totale) allineata a quella media (il 27,5% del totale), ma inferiore rispetto a quella

registrata dalle imprese con fatturati compresi tra 10 e 50 mln euro. Questo significa che evidentemente la pandemia ha impattato in misura più importante sui risultati delle aziende più grandi, o, leggendolo da un altro punto di vista, che le imprese di dimensioni più piccole hanno reagito meglio.

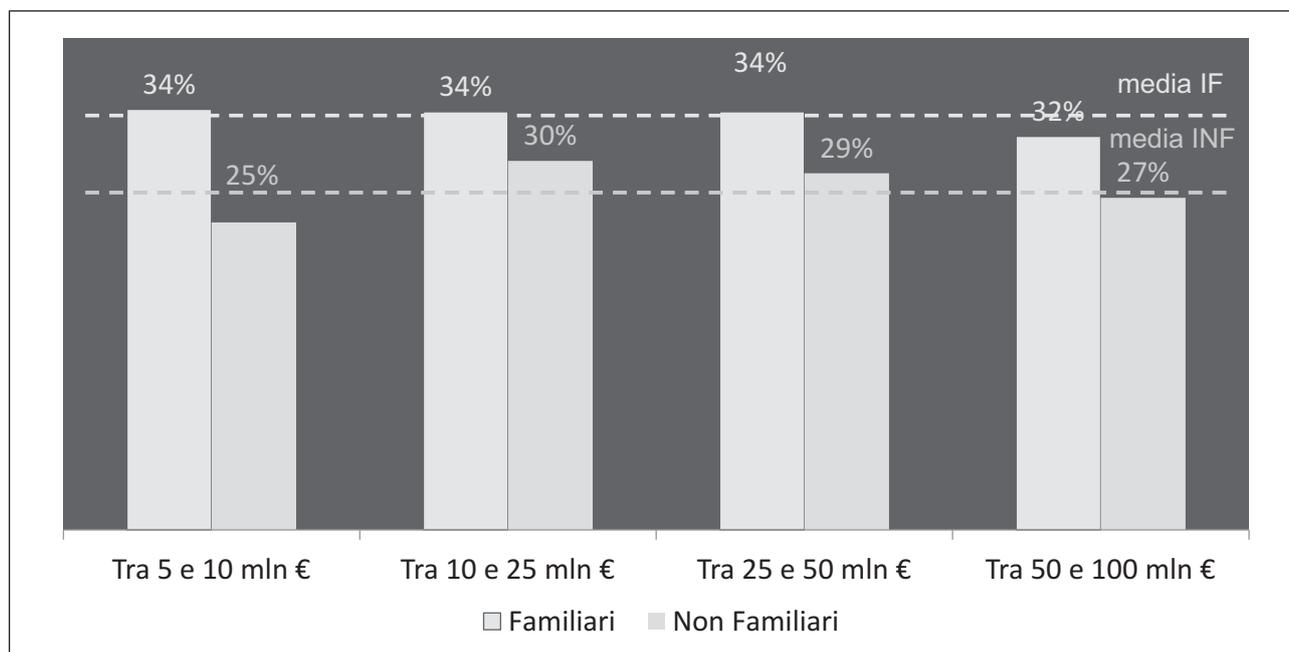
Esaminando infine i macro-settori di attività l'Osservatorio mette in luce quelli più performanti (farmaceutica-medica, petrolchimica e *utilities* per le familiari, minerali non metaliferi, petrolchimica e farmaceutica-medica per le non familiari) e quelli meno performanti (alimentare, sanità e tessile-abbigliamento per le familiari, sanità, costruzioni e trasporti-logistica per le non familiari).

Performance economico-finanziarie

Esaminando le *performance* economico-finanziarie delle imprese familiari e non familiari negli ultimi 6 anni, emergono dall'Osservatorio FBA altre importanti considerazioni, sintetizzate nei punti seguenti:

- nel periodo esaminato le imprese familiari non sono cresciute come unità (il *trend* era del +4,5% fino al 2019), a differenza di quelle non familiari (+3%, era il +6% fino al 2019);

Tavola 7 - Creazione di valore per cluster dimensionale



Creazione di valore

- il fatturato delle imprese familiari è cresciuto del +15,9%, confermando il *gap* registrato anche negli anni precedenti rispetto alle imprese non familiari (+11,8%);
- il fatturato medio delle imprese familiari (Tavola 8) è cresciuto da 13,3 mln euro a 15,4 mln euro (era pari a 16 mln euro nel 2019), e conferma il

- gap* rispetto a quello delle imprese non familiari (passate da 19,7 mln euro a 21,4 mln euro);
- la marginalità media delle imprese familiari (Tavola 9) è rimasta stabile, con un EBITDA medio pari al 7,5% (era 7,1% nel 2019), in linea con quello delle imprese non familiari (calato rispetto al 7,7% del 2019);

Finanza Aziendale

Tavola 8 - La dimensione media delle imprese

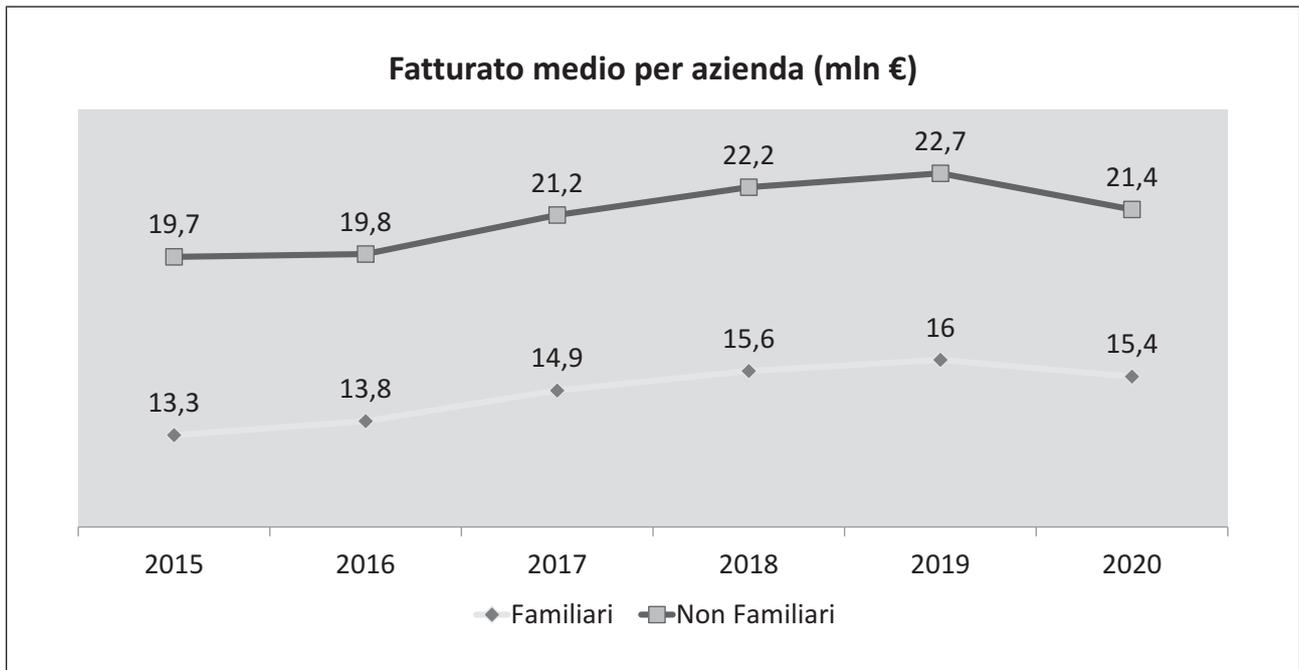
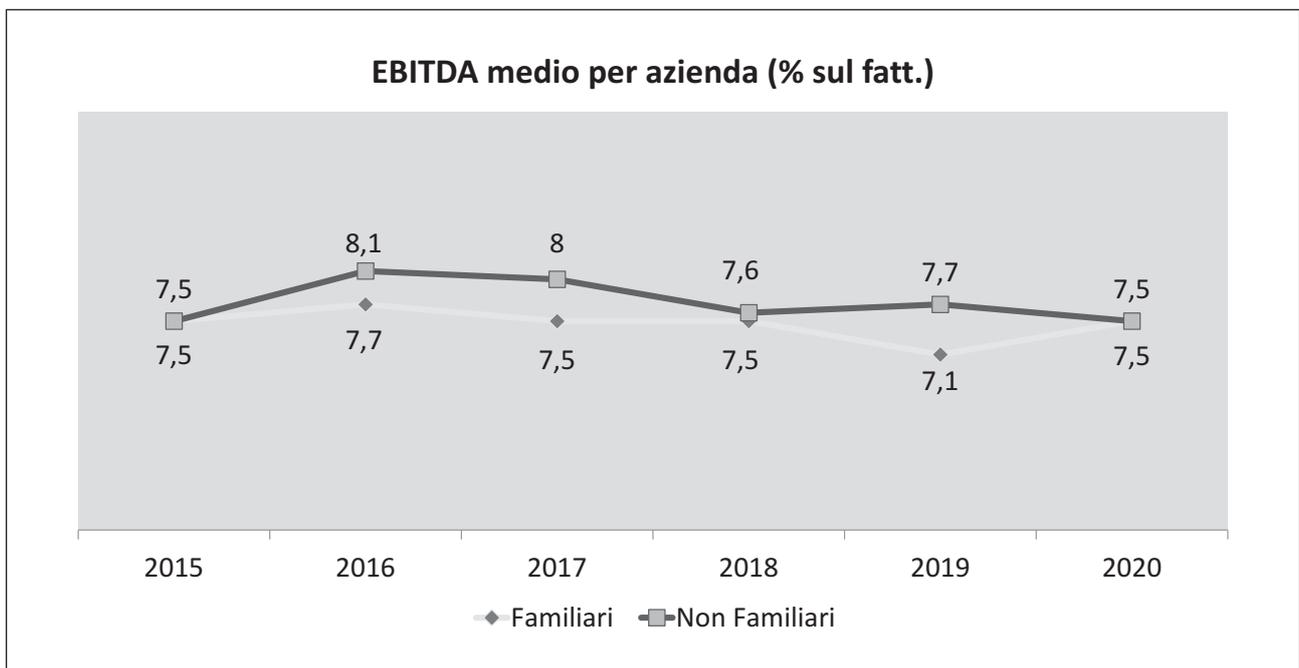


Tavola 9 - La marginalità media delle imprese



- le imprese familiari mantengono una solidità patrimoniale (Tavola 10) in media inferiore a quella delle imprese non familiari (debiti pari a 1,3 volte i mezzi propri contro 1,2);
- nonostante ciò, il grado di indebitamento rispetto al fatturato delle imprese familiari continua a mantenersi sensibilmente inferiore rispetto a quello delle imprese non familiari (58% contro 76%);
- le imprese familiari continuano a presentare una miglior capacità di ripagare i debiti finanziari rispetto alle imprese non familiari (rapporto tra posizione finanziaria netta ed EBITDA pari a 1,1 volte contro 1,5);
- la leva finanziaria (rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto) delle imprese familiari risulta lievemente più bassa rispetto a quella delle imprese non familiari (18% contro 19%), in controtendenza e in netto miglioramento rispetto ai dati 2019 (rispettivamente 31% e 27%);
- le imprese familiari continuano a mantenere un'elevata dipendenza dalle fonti di finanziamento bancarie (Tavola 11), che rappresentano il 90% dei debiti finanziari totali (costante negli ultimi 6 anni), mentre per le imprese non familiari la percentuale si attesta

intorno all'81% (in lieve crescita nell'ultimo anno).

In sintesi, quindi, si confermano alcuni punti di forza delle imprese familiari rispetto a quelle non familiari (maggior crescita del fatturato, minor livello di indebitamento, maggior capacità di ripagare i debiti finanziari), a cui fanno però da contraltare diversi punti di debolezza (dimensioni medie inferiori, minor solidità patrimoniale, maggiore dipendenza dalle fonti di finanziamento bancarie).

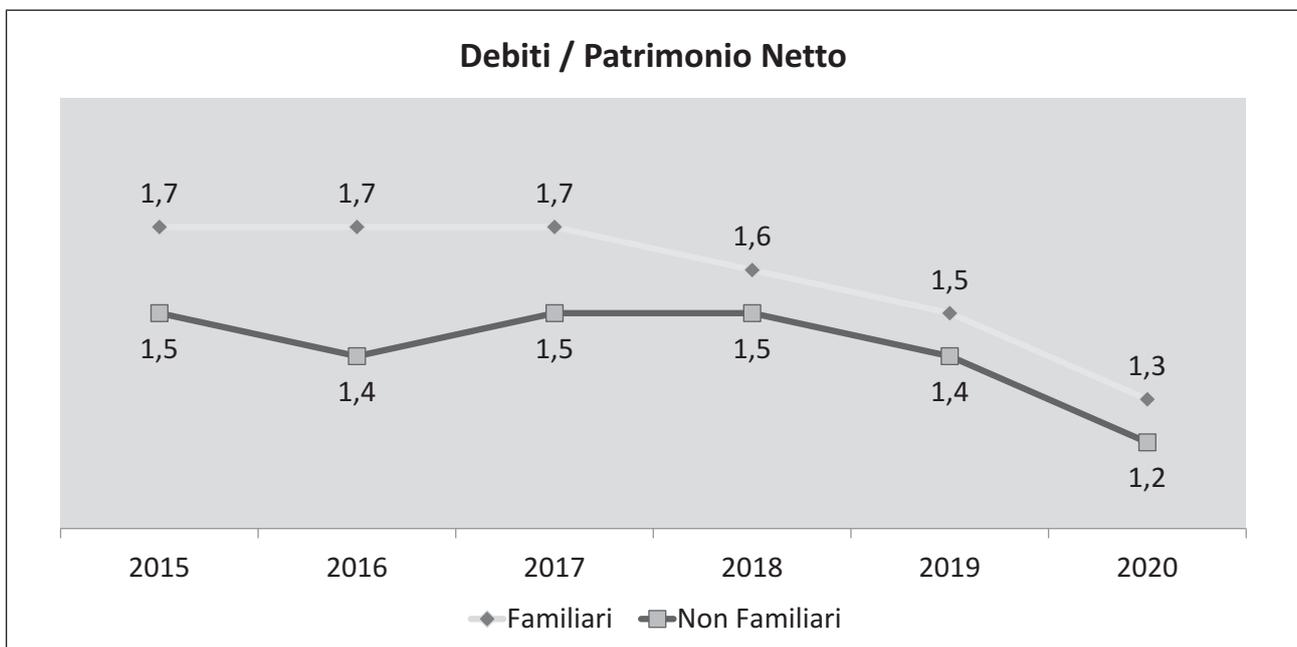
Creazione di occupazione

Anche i dati sull'occupazione inseriti nell'Osservatorio FBA evidenziano luci e ombre delle imprese familiari.

Tra gli aspetti negativi, si rileva che, negli ultimi 6 anni, le imprese familiari hanno creato circa 27.000 nuovi posti di lavoro, inferiori ai circa 39.000 creati dalle imprese non familiari nello stesso periodo, facendo tra l'altro registrare un calo di oltre 3.000 unità nel 2020 (contro i +1.000 addetti per le imprese non familiari).

Inoltre, i dati 2020 confermano una dimensione media (Tavola 12) decisamente superiore delle imprese non familiari rispetto a quella delle imprese familiari (circa 98 addetti medi contro i 48 di queste ultime).

Tavola 10 - La solidità patrimoniale media delle imprese



Creazione di valore

Finanza Aziendale

Tavola 11 - La dipendenza dalle fonti bancarie delle imprese

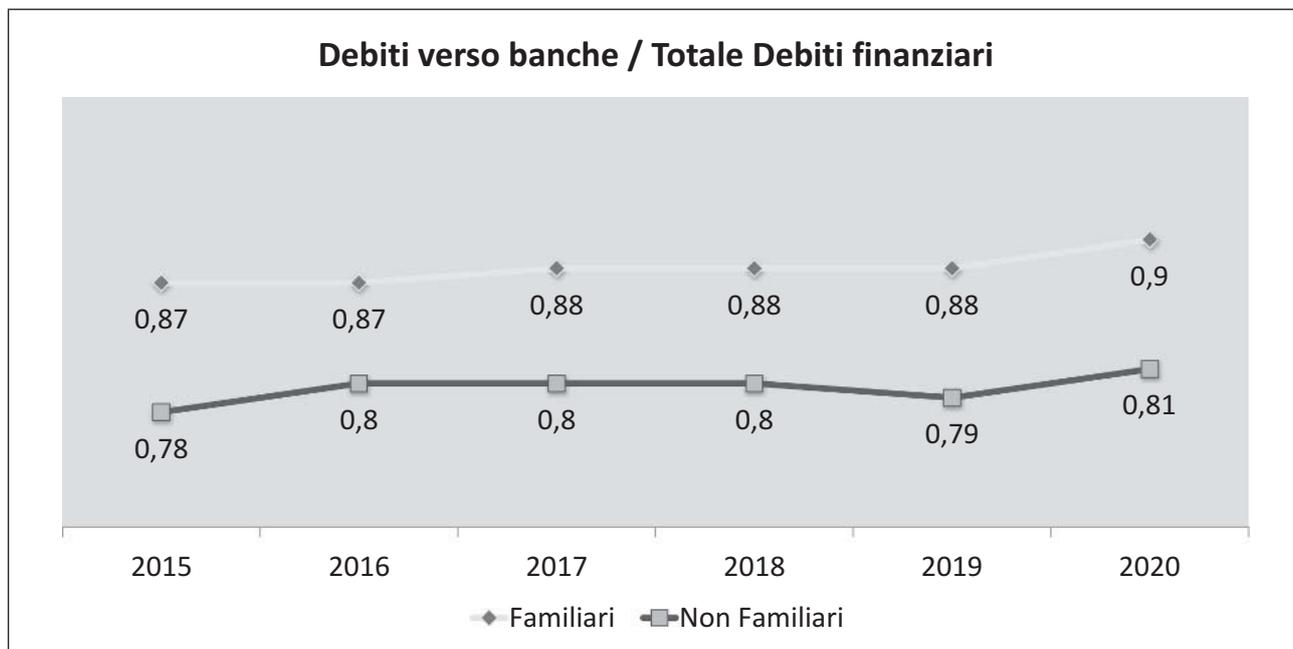
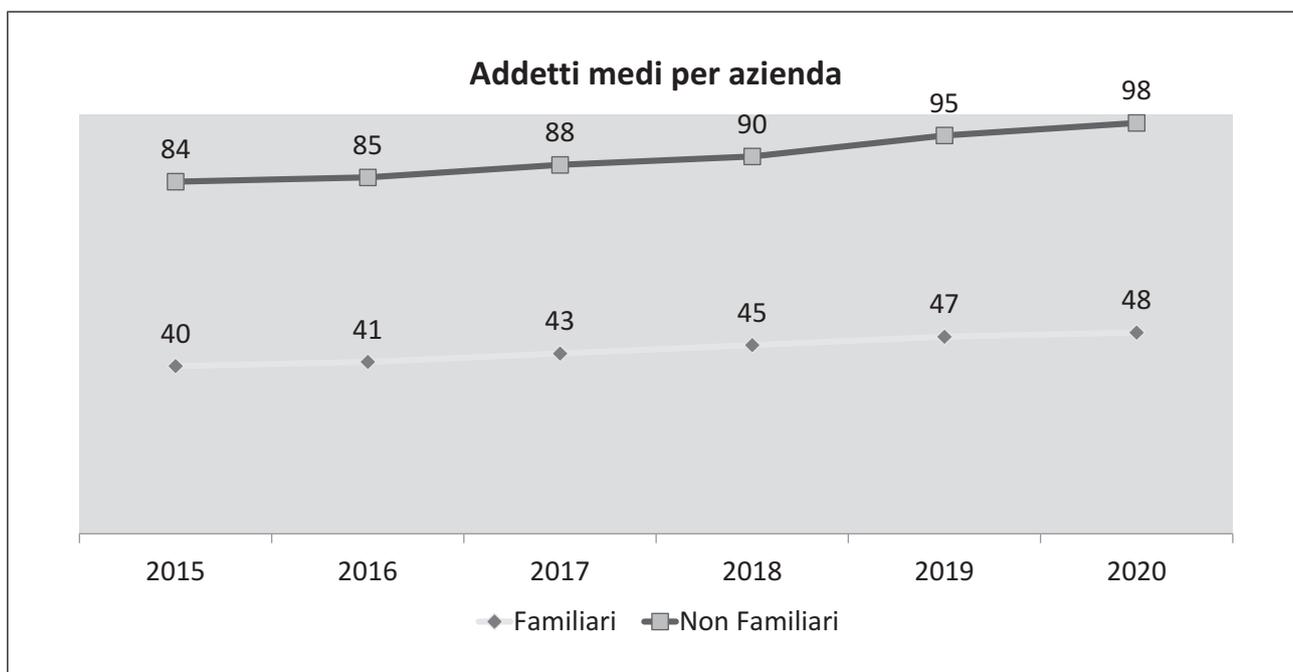


Tavola 12 - Gli addetti medi delle imprese



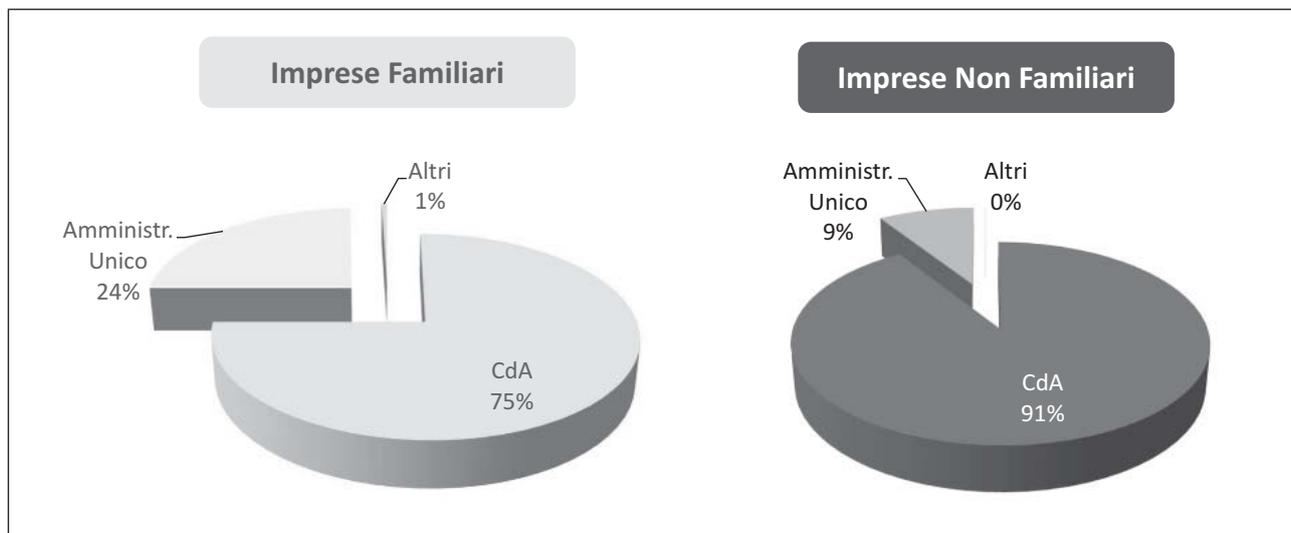
Leadership e governance

L'ultima area di analisi dell'Osservatorio FBA riguarda i modelli di *leadership e governance* di imprese familiari e non familiari.

Da tale analisi emergono ulteriori dati significativi, tra cui:

- la predominanza all'interno delle imprese familiari di modelli di *leadership* individuali (Tavola 13): la percentuale delle imprese che si affidano a un Amministratore Unico si attesta infatti intorno al 24%, oltre il doppio rispetto a quella delle imprese non familiari (9%);

Tavola 13



- la presenza all'interno delle imprese familiari di amministratori (Amministratore Unico o presidente del CdA) con età media superiore: le imprese non familiari presentano infatti in media amministratori più giovani rispetto a quelli delle imprese familiari (56 anni contro 60), e quasi la metà delle imprese familiari ha un amministratore con età superiore ai 60 anni (il 49% contro il 38% per le imprese non familiari);
- una maggior commistione tra proprietà e *management* all'interno delle imprese familiari: nel 71% dei casi, infatti, l'amministratore è anche azionista, nelle imprese non familiari ciò avviene solo nel 9% dei casi;
- una maggior quota di imprese familiari con *leadership* femminile: il 15% si affida infatti a un amministratore donna, mentre la percentuale di imprese non familiari si attesta intorno al 10%.

Conclusioni

Questa nuova edizione dell'Osservatorio FBA evidenzia quindi alcune importanti novità rispetto alle rilevazioni degli anni precedenti. In particolare, per la prima volta dal 2015: è calato il numero delle imprese (sia familiari che non familiari) incluse nel campione esaminato; la quota di imprese familiari che ha creato valore negli ultimi 6 anni si è ridotta rispetto all'anno precedente più di quanto sia avvenuto per le imprese non familiari;

il numero di addetti delle imprese familiari si è ridotto significativamente, a differenza di quanto avvenuto per quelle non familiari.

Oltre a questi nuovi elementi, l'Osservatorio conferma anche altri punti di attenzione per le imprese familiari che erano già presenti nelle precedenti rilevazioni, tra cui in particolare:

- la dimensione media sensibilmente inferiore;
- la maggior dipendenza dalle fonti di finanziamento bancarie;
- la presenza di sistemi di *governance* meno evoluti (Amministratore Unico anziché CdA);
- la maggior commistione tra proprietà e *governance*;
- la minor capacità di avviare nuova imprenditorialità.

D'altro canto, l'Osservatorio FBA conferma anche nel 2020 alcuni punti di forza delle imprese familiari, tra cui la maggior capacità di creare valore, crescere e ripagare i debiti finanziari. Tutti questi aspetti presentano tuttavia un peggioramento nell'ultimo anno rispetto al *trend* che si era registrato fino al 2019, sia per le imprese familiari che per quelle non familiari. Peggioramento che va ovviamente imputato alle ricadute del COVID-19, che pare siano state comunque sopportate meglio dalle imprese familiari piuttosto che da quelle non familiari.

Sarà poi interessante capire cosa è successo nel 2021 alla luce sia della ripresa generalizzata per quasi tutti i settori industriali, sia della cessazione delle misure straordinarie messe in atto nel

Creazione di valore

2020 per fronteggiare l'emergenza COVID-19 (e in particolare di quelle relative agli ammortizzatori sociali, alle moratorie sui finanziamenti bancari, alle opportunità di rivalutazioni patrimoniali degli *asset*).

Questi effetti li si potrà apprezzare meglio solo tra qualche mese quando saranno disponibili i bilanci 2021, tuttavia è innegabile che ci siano alcuni "fronti caldi" su cui le imprese familiari dovranno concentrarsi nei prossimi anni. Fronti che del resto sono gli stessi che erano emersi dalle precedenti rilevazioni, e che quindi rappresentano ormai delle carenze strutturali e non congiunturali per le imprese familiari rispetto a quelle non familiari. Tali fronti riguardano principalmente:

- g il potenziamento della capacità di crescere dimensionalmente, realizzando piani di sviluppo attraverso sia le linee interne sia quelle

esterne (queste ultime tradizionalmente meno battute da parte delle imprese familiari);

- il rafforzamento "reale" della solidità patrimoniale, che quindi non sia legato tanto a operazioni civilistiche di rivalutazione quanto ad aumenti di capitale veri e propri, che potranno essere realizzati anche attraverso l'apertura dello stesso a nuovi investitori;
- l'innovazione dei sistemi di *governance*, che dovranno evolversi sempre più verso modelli "aperti" che possano includere anche consiglieri e professionisti esterni alla famiglia proprietaria e all'azienda;
- la diversificazione delle fonti di finanziamento rispetto al tradizionale canale bancario, anche e soprattutto sfruttando sempre di più le opportunità di nuova finanza e nuovi capitali extra-bancari messi a disposizione sia dal settore pubblico (si pensi ad esempio al PNRR) sia da quello privato.

LIBRI

ITALIAN COMPANY LAW

di V. Piacentini, D. Mascagni

II Edizione, Ipsoa Editore, 2021, pagg. 600, € 50,00



Questo lavoro, nuovo nel panorama editoriale italiano, si propone di fornire una **descrizione in lingua inglese di tutti gli aspetti del diritto societario che interessano le società per azioni italiane** non quotate nei mercati regolamentati e società a responsabilità limitata (SRL, società per azioni) dalla costituzione al regolamento di funzionamento e allo scioglimento.

Il codice contiene **la traduzione degli articoli del Codice Civile italiano riguardanti la disciplina delle società di capitali (Spa, Sapa e Srl) in lingua inglese: articoli da 2325 a 2510.**

Quotidianamente professionisti e società sono chiamati ad affrontare l'arduo compito di tradurre le norme di legge. L'ambizione del libro è quella di fornire a tali operatori un valido strumento di lavoro.

Per informazioni e acquisti

- **Servizio Informazioni Commerciali Ipsoa**
Tel. 02.82476794 - fax 02.82476403
- **Agenzie Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.shopwki.it**



Intelligenza s.f.

[Dei nostri clienti e degli strumenti che mettiamo a loro disposizione. Da sempre noi di Wolters Kluwer lavoriamo per realizzare soluzioni digitali evolute, capaci di supportare il pensiero e l'attività dei professionisti.

Da questo impegno oggi nasce One. Una nuova piattaforma intelligente e intuitiva che fornisce velocemente risposte puntuali, complete e affidabili.]

Scopri di più su info.one.it

One | FA GRANDE
LA DIFFERENZA

TUTTO SOTTO CONTROLLO



One FISCALE

presenta *Experta Controllo di Gestione*

Experta Controllo di gestione è la più completa soluzione sul mercato dedicata ai consulenti d'impresa che vogliono acquisire competenze specifiche nella gestione dei processi aziendali, al fine di evitare il declino dell'azienda in termini di mancati investimenti, mancate operazioni e stati fallimentari. Experta Controllo di Gestione, ti guida attraverso le fasi del controllo di gestione grazie ad approfondimenti d'autore, check list, strumenti e modelli di calcolo.

Scopri di più su info.onefiscale.it

CHIEDI PASSWORD DEMO:
spazioquaglia@spazioquaglia.it

One|FISCALE FA GRANDE LA DIFFERENZA

www.spazioquaglia.it

Libreria Quaglia s.a.s. C.so di Porta Vittoria 28, angolo V. Manara 1 - 20122 MILANO
Tel. 02 5512789 - 02 54108547 E-mail libreriaquaglia@spazioquaglia.it P. IVA 11194640154

