

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI

“FEDERICO II”

Dottorato di ricerca in Scienze aziendali

XXI Ciclo

Tesi di dottorato

I BILANCI STRAORDINARI

CONCERNENTI LE OPERAZIONI DI CESSIONE E

QUELLE DI CONFERIMENTO DELL'AZIENDA

Coordinatore corso di dottorato: Chiar.ma Prof.ssa Adele Caldarelli

Tutor: Chiar.mo Prof. Mario de Sarno

Dottorando: Dott. Emilio Del Giudice

Anno Accademico 2007 – 2008

---

## **CAPITOLO PRIMO**

### *I bilanci straordinari*

- 1 I bilanci d'impresa (pagg. 2-9)
- 2 I bilanci infrannuali (pagg. 10-20)
- 3 I bilanci straordinari e le operazioni straordinarie d'impresa (pagg. 21-25)
- 4 La valutazione del complesso aziendale: i metodi di attualizzazione (pagg. 26-38)
- 5 Gli approcci patrimoniale e misto per la valutazione delle aziende (pagg. 44-60)

## **CAPITOLO SECONDO**

### *Cessioni e conferimenti d'azienda*

- 1 Lineamenti delle operazioni di cessione e di conferimento di azienda (pagg. 62-68)
- 2 Due diligenze e motivazioni economico-tecniche nel caso di cessione (pagg. 69-80)
- 3 Il bilancio di cessione (pagg. 81-93)
- 4 Gli aspetti contabili della cessione d'azienda (pagg. 94-98)
- 5 Le finalità dell'operazione di conferimento (pagg. 99-106)
- 6 Problematiche di valutazione e bilancio di conferimento (pagg. 107-117)
- 7 Gli aspetti contabili del conferimento d'azienda (pagg. 118-123)

**BIBLIOGRAFIA E RIFERIMENTI** da pagina 124 a 130

## **I BILANCI STRAORDINARI**

## 1. I bilanci d'impresa

La nozione di bilancio straordinario può essere utilmente costruita ma essa diviene feconda, concettualmente, solo se contrapposta, in relazione alle diverse finalità, a quella di bilancio ordinario d'esercizio<sup>1</sup>.

A tal proposito, è bene ricordare che dottrina economico aziendale e dottrina giuridica sono concordi nell'attribuire al bilancio d'esercizio (o bilancio "ordinario") i due seguenti scopi fondamentali:

- esporre, in modo chiaro e preciso, il risultato economico conseguito nell'esercizio (utile o perdita) principalmente al fine di determinare, in particolar modo in caso di risultato economico positivo, le quote di esso attribuibili agli aventi diritto: i soci -per i dividendi-, gli amministratori ed i quadri -per la loro eventuale partecipazione agli utili-, l'Erario -per l'imposizione sui redditi-, ecc.;
- esporre, sempre con chiarezza e precisione, la struttura e l'entità del patrimonio sociale alla chiusura dell'esercizio, al fine di far trarre a tutti gli stakeholders (e principalmente ai creditori sociali) giudizi sulla situazione finanziaria, sulla

---

<sup>1</sup> M. Caratozzolo, *I bilanci straordinari delle società commerciali – bilanci di liquidazione, trasformazione, fusione e cessione*, Buffetti Editore, Roma, 1984.

situazione patrimoniale e sulla situazione economica della società.

La disciplina codicistica del bilancio (ordinario) d'esercizio è imperniata sui principi di prudenza, verità e chiarezza e tende a tutelare, in modo particolare, l'interesse dei creditori sociali all'integrità del patrimonio sociale –patrimonio che costituisce la garanzia, sia pur generica ed impropria, dei loro crediti– e l'interesse dei soci alla distribuzione degli utili<sup>2</sup>: il bilancio d'esercizio deve esporre, in omaggio al criterio o principio della prudenza, soltanto utili certi e non sperati o, peggio, fittizi; d'altro canto, invece, bisogna considerare, al momento della redazione del bilancio ordinario di esercizio, tutti i costi, gli oneri e le perdite, anche se solo probabili, appostando al passivo del bilancio i necessari fondi rischi e spese future; si ottiene, in tal modo, una misura di reddito fondatamente consumabile, che può essere oggetto di ripartizione tra i soci senza ledere l'integrità del capitale.

La valutazione dei beni in bilancio avviene, quindi, sempre secondo la disciplina del Codice civile, con criteri prudenziali quali il costo storico ridotto degli ammortamenti e delle svalutazioni per

---

<sup>2</sup> G. E. Colombo, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni*, Padova, 1965.

quanto riguarda le immobilizzazioni, il minore tra costo di acquisto e presumibile valore di realizzo per quanto riguarda le rimanenze di magazzino, i titoli e le attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni.

Se questo è il bilancio ordinario d'esercizio, non si può ritenere che esso costituisca l'unico bilancio possibile bensì solo una *specie* –sebbene la più importante– del *genus* bilancio: accanto (o talvolta in alternativa) ad esso possono ben ipotizzarsi e redigersi bilanci che abbiano finalità diverse da quella della rilevazione prudenziale del reddito d'esercizio e del collegato patrimonio di funzionamento.

Lo stesso Codice civile offre tutta una varietà di esempi di bilanci o situazioni patrimoniali “speciali”, compilati in momenti diversi della vita dell'impresa e per finalità che sono le più varie, ma comunque diverse da quella della rilevazione periodica del reddito dell'esercizio.

Pur tuttavia, non tutti i bilanci redatti con riferimento ad epoche diverse dalla chiusura dell'esercizio possono, però, essere considerati “straordinari<sup>3</sup>”, ma solo quelli per i quali sia riscontrabile

---

<sup>3</sup> “Non è possibile, e infine neanche utile, dare una definizione precisa dei bilanci straordinari. Certamente non potrà darsi di essi una definizione che attenga, come voleva

un'effettiva e sostanziale differenza nelle funzioni e negli scopi rispetto al bilancio ordinario d'esercizio: è questo il motivo per il quale in questo lavoro sui bilanci straordinari si è partiti dall'illustrare le finalità e gli scopi per i quali viene periodicamente redatto il bilancio ordinario d'esercizio.

Le principali differenze tra bilanci ordinari e bilanci straordinari possono così sintetizzarsi:

- **MOMENTO DI REDAZIONE:** i bilanci straordinari si redigono al verificarsi di momenti particolari o fatti eccezionali che ne richiedono la formazione, a differenza dei bilanci ordinari che devono essere redatti obbligatoriamente al termine di ogni periodo amministrativo;
- **SCHEMI E DOCUMENTI:** il bilancio ordinario è sempre composto dai tre documenti obbligatori: stato patrimoniale,

---

Aristotele, all'essenza e alla sostanza. Pensando a essi risulteranno fragili i tentativi di individuare con esattezza ogni loro proprietà, e che sia una loro esclusiva proprietà. Si constatano possibilità diverse di definirli a fini diversi, ma sempre restringendo al determinato contesto in cui si discute l'uso dell'espressione che li individua. Possiamo, però, comporre insieme, facendone una sintesi, le conoscenze che abbiamo intorno a essi: un'esposizione dei loro aspetti, degli scopi e delle circostanze che ne determinano la formazione. Se poi si vuole anche in qualche modo esattamente delimitare l'estensione della loro specie, converrà far ricorso a una definizione per <<privazione del contrario>>, chiamando straordinari tutti quei bilanci che non hanno natura di ordinari. Dando così ancora valenza all'antica opinione di Ceccherelli che affermava: "diremo *bilanci ordinari* i bilanci di fine esercizio che si compilano in aziende in stato di normale funzionamento, e *bilanci straordinari* tutti gli altri" in L. Potito, *Bilanci straordinari*, Utet, Torino, 1990.

conto economico e nota integrativa; a seconda, invece, delle finalità per cui viene redatto il bilancio straordinario, quest'ultimo può non contenere il conto economico e/o la nota integrativa;

- **CRITERI DI VALUTAZIONE:** la valutazione delle voci nel bilancio ordinario si ispira al suddetto principio codicistico della prudenza mentre nelle valutazioni “straordinarie” (per tali intendendosi le valutazioni contenute nei bilanci straordinari) si ricorre a principi differenti da quelli prudenziali, congrui rispetto agli scopi da perseguire e non espressamente previsti dalle norme del codice civile; a proposito della mancanza di regole di formazione dei bilanci straordinari, si può supporre che il legislatore abbia intenzionalmente lasciato alla tecnica (contabile) l’indicazione e l’elaborazione dei principi generali e dei criteri più idonei per “costruire” tali regole di formazione; se così fosse, la scelta non sarebbe criticabile, anzi apprezzabile, in quanto detti bilanci devono poter essere predisposti liberamente, nel modo più appropriato rispetto agli specifici scopi conoscitivi di volta in volta presenti: solo l’assenza di regole tecniche o di



compilazione predeterminate fa sì che i bilanci straordinari possano adeguatamente assolvere alla specifica funzione informativa loro assegnata nelle varie occasioni; ed anzi, tecnicamente inaccettabile sembra la tesi più volte prevista in passato da parte di più di un giurista, ossia quella di non prevedere dei principi specifici per i bilanci straordinari in quanto a questi ultimi sarebbero applicabili i principi previsti per il bilancio ordinario d'esercizio: non si deve, come già accennato, confondere il bilancio di esercizio, ossia la *species* (sia pure la più regolata ed importante) con il *genus*, ossia con il bilancio in genere, in quanto vi sono delle ipotesi in cui applicare le regole del bilancio di esercizio non ha proprio senso;

- SCOPI: se, come detto, gli scopi fondamentali dei bilanci d'esercizio sono la determinazione del reddito d'esercizio e del collegato patrimonio di funzionamento, gli scopi dei bilanci straordinari sono differenti: uno degli scopi principali è la determinazione, ad un dato istante, del valore economico del capitale di un'impresa o di una parte di

essa<sup>4</sup>; c'è anche però un importante scopo comune a tutti i bilanci, siano essi ordinari, infrannuali o straordinari: ci si riferisce allo scopo informativo che il bilancio assume nei confronti dei suoi vari interlocutori;

- REDATTORI: il bilancio ordinario d'esercizio è sempre redatto dagli amministratori, mentre il bilancio straordinario può essere redatto anche da soggetti esterni all'impresa.

Lo studio dei bilanci straordinari deve avvenire necessariamente, in prima istanza, utilizzando una indagine interdisciplinare, sia economico-aziendale sia giuridico-civilistica; questo perché l'indagine giuridica, da un lato, consente di individuare i bilanci straordinari previsti come obbligatori dalla nostra legislazione civilistica, i loro precipui scopi ed anche gli interessi che il legislatore civile ha inteso tutelare; l'indagine ragionieristica, dall'altro, stabilisce, in assenza di specifiche disposizioni di legge sulla formazione dei bilanci speciali, la struttura ed il contenuto dei bilanci straordinari ed i criteri di valutazione degli elementi patrimoniali in

---

<sup>4</sup> Tale finalità, qui fuggevolmente accennata, è oggetto di specifico approfondimento in seguito.

modo da soddisfare appieno le finalità e gli scopi previsti dal legislatore.

Le due indagini presentano, ovviamente, collegamenti e punti di contatto e non devono essere commiste in un procedimento ibrido: infatti, la prima indagine (giuridica) va effettuata in base a corretti criteri ermeneutici tratti dalla scienza giuridica, la seconda (indagine ragionieristica) si sostanzia, in pratica, nell'applicazione di norme tecniche.

## 2. I bilanci infrannuali

Non tutti i bilanci previsti dal legislatore che siano diversi da quello ordinario, però, possono definirsi straordinari, né, come già sopra accennato, tutti quelli redatti in epoche differenti dalla chiusura dell'esercizio possono dirsi straordinari; solo quelli per i quali sia riscontrabile un'effettiva e sostanziale differenza nelle funzioni e negli scopi vanno annoverati tra i bilanci straordinari.

Prima di passare ai bilanci straordinari veri e propri, cioè quelli aventi finalità e scopi diversi dal bilancio ordinario d'esercizio, oggetto di questo lavoro, è bene passare in rassegna alcuni bilanci, denominabili bilanci ordinari infrannuali, previsti dal codice civile ma che, avendo fini analoghi al bilancio d'esercizio ed essendo soggetti ai medesimi principi sull'iscrizione delle voci attive e passive, non possono essere considerati bilanci straordinari:

- la relazione sulla situazione patrimoniale della società<sup>5</sup>, prevista dall'art.2446 C.C., da redigersi qualora risulti che il capitale è diminuito di oltre un terzo in conseguenza di

---

<sup>5</sup> Di avviso diverso il prof. Potito: "Il bilancio da comporre nell'ipotesi di perdita superiore ad un terzo del capitale è un bilancio che pur dando conto, anch'esso, dei risultati relativi ad un periodo, tuttavia dovrebbe tendere a verificare se nella realtà economica dell'impresa e del suo capitale esiste o meno effettivamente una perdita di tale entità, e questo scopo, sovrapponendosi a quello ordinario, influenza i processi di valutazione." in L. Potito, *Bilanci straordinari*, Seconda edizione, Trattato di economia d'azienda, diretto da T. Bianchi, V. Coda, G. Mazza, O. Paganelli e G. Pellicelli. Volume II, Torino, 1993.

perdite; quanto alla struttura ed al contenuto della suddetta relazione, le voci da iscrivere nell'attivo e nel passivo sono le medesime del bilancio d'esercizio, comprese quelle relative ai fondi rischi e spese future, fondi ammortamento, riserve; particolare importanza riveste la posta relativa al risultato economico del periodo compreso fra l'inizio dell'esercizio e la data intermedia con riferimento alla quale il bilancio è redatto. Non hanno fondamento le perplessità in passato evidenziate da una parte della dottrina sull'iscrizione delle spese d'impianto e degli altri costi pluriennali considerati "attivo fittizio"<sup>6</sup>; particolare attenzione dovrà essere posta sulla "prospettiva di continuazione dell'azienda" (*going concern*): l'esistenza di perdite superiori al terzo del capitale non può far presumere, automaticamente, che sia venuto meno il *going concern*.

La presenza di un conto economico, da cui si evidenzia l'evoluzione della gestione che ha portato a quel risultato negativo ed in cui risultino i costi che hanno influito più

---

<sup>6</sup> E. Simonetto, *Il bilancio d'esercizio I volume*, Padova, 1976.

degli altri sulla determinazione di quel risultato, sembra necessaria<sup>7</sup> seppur non prevista esplicitamente dalle norme del codice civile;

- è dubbio se sia richiesto un apposito bilancio anche nel caso previsto dall'art. 2445 del Codice, di riduzione del capitale esuberante. Scopo di un tale bilancio sarebbe quello di dimostrare che il capitale sociale esistente, al netto di eventuali perdite non coperte da riserve, è eccessivo in rapporto alle attività previste dalla statuto sociale.

Si ritiene che un apposito bilancio infrannuale (quindi non straordinario) debba essere redatto dato che:

- l'entità del capitale, di cui si assume l'esuberanza, non può risultare dal bilancio dell'ultimo esercizio, bensì da un bilancio redatto con riferimento ad un'epoca molto vicina a quella di adozione della delibera di riduzione,

---

<sup>7</sup> Sentenza del Tribunale di Napoli, 5 maggio 2004. Alla stessa sentenza (ma anche ad altre) è riferibile l'assunto secondo cui il bilancio redatto in caso di riduzione per perdite deve essere corredato anche dalla nota integrativa, per la centralità informativa ormai riconosciuta a tale documento.

- la riduzione comporta il rimborso di una parte dei conferimenti ed occorre che una situazione patrimoniale attuale dia conto dell'attuale consistenza delle disponibilità liquide o dei beni in natura (o, ancora, dei crediti verso i soci per i decimi ancora dovuti) da utilizzare per l'esecuzione dei rimborsi (o per liberare gli azionisti dal versamento dei decimi residui),
  - l'esistenza di un bilancio ad hoc permette ai creditori l'esercizio consapevole del diritto di opposizione previsto dall'art. 2445;
- il bilancio per la rilevazione del capitale in ipotesi di emissione di obbligazioni; a norma degli artt. 2410 e ss. C.c. le società che possono emettere obbligazioni, possono farlo rispettando il limite di importo pari al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato; quindi, se ci fermassimo alla norma civilistica, non ci sarebbe bisogno di un bilancio intermedio potendosi attenere all'ultimo bilancio approvato, ma sia la dottrina classica prevalente (giuridica ed economico-aziendale), dapprima,

sia l'attuale principio contabile OIC n.30 ("Bilanci intermedi"), poi, prevedono che per l'operazione in esame di emissione di obbligazioni venga redatto un apposito bilancio composto da stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa, adottando criteri di presentazione e valutazione previsti per il bilancio d'esercizio; in questo caso, quindi, è proprio una norma tecnica che ci consente di parlare di bilancio ordinario infrannuale e di escludere tale documento dal novero dei bilanci straordinari; da notare che la norma tecnica sunnominata è in contrapposizione con la dottrina classica ragionieristica che, in riferimento agli schemi che dovessero comporre il bilancio in esame, riteneva che per la determinazione del capitale esistente potesse bastare soltanto lo stato patrimoniale;

- il prospetto contabile e la relazione previsti dall'art.2433 bis del Codice civile nel caso di società che decidano di distribuire acconti-dividendo (possono optare per una tale scelta solo le società i cui bilanci siano assoggettati per legge al controllo di una società di revisione); si ritiene che il prospetto contabile debba essere costituito dallo stato patrimoniale e dal conto economico, non necessariamente



accompagnati dalla nota integrativa; la relazione, invece, dovrà evidenziare i criteri di valutazione applicati nella redazione dei documenti citati; tali criteri devono essere quelli che sovrintendono alla formazione del bilancio ordinario d'esercizio: ed è proprio l'applicazione dei principi "ordinari" che consente di classificare tale prospetto contabile tra i bilanci ordinari infrannuali, escludendo lo stesso dal novero dei bilanci speciali o straordinari;

- il bilancio per il recesso del socio da una società di capitali che non sia quotata in borsa, qualora non risulti possibile riferirsi ad un precedente bilancio di esercizio: tale bilancio è da redigersi applicando i criteri di valutazione civilistici previsti per il bilancio d'esercizio; quindi anche in questo caso trattasi di bilancio ordinario infrannuale e non di bilancio straordinario;
- relazioni infrannuali, obbligatorie per tutte le società quotate nei mercati regolamentati; tali relazioni sono redatte secondo i principi che ispirano la redazione del bilancio ordinario d'esercizio e quindi mancano del requisito della straordinarietà.

Questa breve rassegna dei bilanci infrannuali si è resa necessaria per mettere in evidenza che, se è vero che il legislatore prevede una serie di bilanci e situazione da redigersi in diversi momenti della vita aziendale, è pur vero che non tutti questi bilanci e non tutte queste situazioni contabili hanno funzioni e scopi differenti dal bilancio ordinario d'esercizio, o comunque caratteristiche tali per le quali possono essere definiti straordinari.

In particolare, possiamo certamente affermare che sulla individuazione del concetto di "bilancio straordinario" e sulla sua necessaria distinzione rispetto al "bilancio ordinario infrannuale" non manifestano alcuna influenza i seguenti elementi: la presenza o meno del conto economico; l'adozione o meno, da parte del legislatore, del termine <<bilancio>> anziché <<situazione patrimoniale>> o <<inventario>>; l'assoggettabilità o meno al controllo da parte dell'organo di controllo previsto dalla forma di amministrazione prescelta; l'approvazione necessaria o meno da parte dell'assemblea dei soci.

Da evidenziare, inoltre, che tranne qualche rara eccezione (ad esempio Confalonieri<sup>8</sup>) la dottrina non sembra molto interessata ad

---

<sup>8</sup> M. Confalonieri, *I bilanci <<speciali>> dell'impresa: considerazioni introduttive*, R.I.R.E.A., maggio-giugno 1988.

individuare in modo strettamente rigoroso la categoria dei veri ed autentici bilanci straordinari ed i motivi che portano a differenziarla dalla categoria degli “altri” bilanci “speciali”, ossia i bilanci ordinari infrannuali.

Le circostanze particolari che danno luogo alla redazione di un bilancio straordinario, esprimendo scopi conoscitivi particolari, influenzano in vario modo i criteri della sua formazione, ed è questo a differenziarlo dal bilancio ordinario.

È stato messo in evidenza che il bilancio straordinario tende di regola ad esprimere una composizione e, soprattutto, una grandezza del patrimonio aziendale in vista di uno scopo particolare e differente da quello del bilancio di esercizio. Non si tratta, quindi, di una grandezza del capitale strumentale per la determinazione del reddito, come nel caso del bilancio ordinario di esercizio e come nel caso di alcuni dei bilanci infrannuali sopra esaminati, ma di una sua misurazione direttamente eseguita, che assume perciò un significato autonomo.

Così, ad esempio, il bilancio di fusione per la determinazione del rapporto di cambio fra azioni e/o quote ha lo scopo di rappresentare la struttura e la composizione del capitale di fusione, che è una specie del genus <<capitale economico>> dell'impresa, e

quindi una configurazione del capitale che, anzitutto, comprende elementi patrimoniali che non possono figurare nel bilancio di esercizio (es.: l'avviamento cosiddetto originario, i beni immateriali ricevuti a titolo gratuito o autoprodotti dall'impresa senza il sostenimento di apprezzabili costi "specifici", ecc.) ed inoltre con criteri di valutazione orientati su valori correnti e non su valori storici; per cui il valore del capitale di fusione è il valore effettivo e non <<convenzionale>> del capitale ed è di solito ben superiore rispetto a quello di funzionamento, che figura nel bilancio di esercizio. E ciò *anche se i due bilanci vengono redatti con riferimento alla medesima data*<sup>9</sup>.

Molti dei più importanti bilanci straordinari (bilancio di cessione, bilancio per i conferimenti aziendali, bilancio di fusione, bilancio iniziale di liquidazione) hanno, infatti, proprio tale indubbia caratteristica: sono bilanci che si riferiscono ad un preciso momento della vita aziendale, bilanci che non intendono assolutamente rappresentare gli eventi di un periodo e sono privi, di conseguenza, del conto economico (o conto profitti e perdite); ma si considerano straordinari anche altri bilanci, i cui criteri di formazione non sono

---

<sup>9</sup> M. Caratozzolo, *I bilanci straordinari – Profili economici, civilistici e tributari*, Giuffrè, Milano, 1996.

uguali a quelli ordinari, o risultano comunque condizionati, in misura più o meno significativa, dalle circostanze in cui sono redatti e soprattutto dagli scopi conoscitivi particolari che si intendono perseguire nei vari casi. I bilanci annuali redatti nel corso della liquidazione, per esempio, sono da considerare straordinari: se è vero che essi comunque rilevano i risultati delle operazioni di un periodo (e sono perciò composti anche dal conto profitti e perdite), è pur vero che essi suppongono che l'impresa sia in liquidazione; un'ipotesi del tutto differente si pone, quindi, alla base dei criteri di formazione dei valori.

Dalle caratteristiche più sopra attribuite ai bilanci straordinari, soprattutto in relazione alle differenze di questi ultimi rispetto ai bilanci ordinari di esercizio, e dopo la breve rassegna dei bilanci ordinari infrannuali, si può effettuare una prima ricognizione dei principali eventi (operazioni straordinarie di impresa) in corrispondenza dei quali si rende necessaria la redazione di un vero e proprio bilancio straordinario:

- trasformazione;
- liquidazione;
- cessione;
- scorporazione;

- fusione;
- scissione.

### **3. I bilanci straordinari e le operazioni straordinarie d'impresa**

I bilanci straordinari, dunque, sono evidentemente collegati a quelle operazioni che, nella dottrina economico-aziendale, sono concordemente definite operazioni straordinarie d'impresa.

Le operazioni sopra elencate, tra loro profondamente diverse, hanno taluni elementi di prospettiva che le accomunano<sup>10</sup>. Esse infatti, tutte, accompagnano rilevanti mutamenti degli assetti istituzionali d'impresa o assecondano interventi innovativi degli orientamenti strategici delle combinazioni produttive aziendali.

La dinamicità ambientale ed i profondi cambiamenti che caratterizzano sempre più l'ambiente economico impongono alle imprese una sistematica riconsiderazione delle rispettive "missioni", dei propri obiettivi, delle convenienti dimensioni strutturali ed operative, del grado di articolazione delle aree strategiche di affari, delle alleanze e delle aggregazioni. Le iniziative che in proposito vengono assunte trovano spesso quale appropriato veicolo di realizzazione una o l'altra delle operazioni più sopra elencate. In molti casi, anzi, rilevanti mutamenti negli assetti strategici e

---

<sup>10</sup> R. Perotta – G. M. Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè Editore, Milano, 1999.

nell'organizzazione produttiva e significativi cambiamenti nella struttura proprietaria non possono essere conseguiti senza il ricorso alle operazioni in parola.

Non a caso, *negli ultimi dieci anni le operazioni straordinarie si sono diffuse con frequenza sempre maggiore anche tra le aziende di piccole dimensioni*<sup>11</sup>. Le operazioni straordinarie sono, dunque, diventate veicoli efficaci per la risoluzione di molteplici problemi non solo di gestione ma pure connessi con il mutare delle esigenze delle compagini sociali.

E volendo trovare un ulteriore elemento d'impulso per questi eventi, c'è da ricordare che a favorire la diffusione delle operazioni straordinarie è, inoltre, intervenuta una legislazione fiscale che, in sostanza, ne rende neutri gli effetti sotto il profilo tributario, mettendo il nostro paese in linea con quanto già da tempo avviene in campo internazionale.

Se è vero che la redazione dei bilanci straordinari è strettamente collegata al verificarsi degli eventi in parola, è pur vero che le valutazioni contenute nei bilanci straordinari redatti in questi particolari momenti della vita aziendale sono finalizzate, nella

---

<sup>11</sup> C. Sorci, *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 2000.



maggior parte dei casi, alla valutazione dell'azienda nel suo complesso o alla valutazione di parte di essa, ossia al suo –parziale o totale– valore economico del capitale, laddove nei bilanci ordinari d'esercizio la valutazione è finalizzata alla determinazione del capitale di funzionamento.

L'argomento dei bilanci straordinari, dunque, non può prescindere da quello dei metodi di valutazione delle aziende, proprio perché, come già detto, per un motivo o per un altro, a seconda dei casi, dal bilancio straordinario si vuol leggere il valore economico del capitale dell'impresa in questione in quel particolare momento della sua vita aziendale.

La valutazione delle aziende, per i suoi risvolti pratici e per i suoi riflessi teorici, ha da sempre molto interessato sia il mondo professionale sia il mondo accademico, tanto che, per taluni studiosi, la valutazione delle aziende rappresenta uno dei temi centrali dell'economia aziendale<sup>12</sup>.

---

<sup>12</sup> “Da qualche anno è maturata in me la convinzione che la valutazione del capitale economic dell'impresa debba essere considerata un tema, se non il tema, centrale dell'Economia Aziendale” in L. Guatri, *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano, 1990.

“La valutazione economica del capitale rappresenta la sintesi estrema di tutti i calcoli economici elementari che possono interessare, nei suoi vari aspetti, la gestione aziendale” in C. Caramiello, *La valutazione dell'azienda*, Giuffrè, Milano, 1993.

L'obiettivo del processo di valutazione è quello di attribuire un valore teorico all'azienda. Tale valore non coincide, nella maggior parte dei casi, con il prezzo effettivamente pagato in caso di cessione di un complesso aziendale ma sarà piuttosto un riferimento preso in considerazione nella delicata fase di negoziazione<sup>13</sup>. Il prezzo effettivo, infatti, dipenderà, poi, da una serie di fattori, tra cui spiccano la forza contrattuale, gli interessi delle parti, l'abilità negoziale, i rapporti economici ed extra economici e le diverse informazioni possedute dalle parti coinvolte nella negoziazione.

La stima del valore da attribuire all'azienda è frutto di un processo che risulta complesso a causa della quantità di variabili coinvolte e della loro varia ed eterogenea natura. Una corretta stima non può prescindere da una reale conoscenza non solo del sistema aziendale nel suo complesso, ma anche delle sue singole parti, dei legami tra le stesse intercorrenti, delle relazioni che il sistema azienda intrattiene con l'ambiente esterno (economico, sociale e naturale),

---

<sup>13</sup> "...possiamo definire valore di cessione o di rilievo obiettivamente attribuibile all'azienda in avviamento quel valore di scambio che viene astrattamente determinato come espressione quantitativo-monetaria di giudizi estimativi corrispondentemente formulati, in prima approssimazione, senza tener conto del peso che possono avere, per l'uno e per l'altro dei due contraenti, le accennate condizioni soggettive di negoziazione" in G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

della sua storia, della cultura organizzativa e dei valori condivisi, solo per citare alcuni degli aspetti di maggiore rilevanza.

## **4. La valutazione del complesso aziendale: i metodi di attualizzazione**

Nel corso del tempo sono stati studiati e sperimentati diversi metodi di valutazione delle aziende; i metodi utilizzabili per la valutazione delle imprese sono raggruppabili in quattro diversi approcci, ognuno dei quali esprime una differente visione circa l'idea di valore dell'azienda e delle variabili che lo influenzano:

- ✓ Approccio basato sull'attualizzazione dei flussi attesi
- ✓ Approccio patrimoniale
- ✓ Approccio misto patrimoniale-reddituale
- ✓ Approccio di mercato

A tali approcci se ne aggiungono altri due che, per aspetti diversi, si discostano da quelli tradizionali più sopra elencati:

- ✓ Il giudizio integrato di valore
- ✓ Approccio valutativo orientato allo “sviluppo integrale dell'azienda”

Non è raro, nella pratica, l'utilizzo di un metodo base e di uno o più metodi di controllo allo scopo di determinare un range di valori di riferimento, un insieme di valori, cioè, che sia espressione di approcci e visioni differenti.

La scelta del metodo da utilizzare è ovviamente influenzata da una serie di fattori quali, ad esempio, il tipo di operazione economica per la quale la valutazione è richiesta (cessione, fusione, determinazione del sovrapprezzo in caso di aumento del capitale, ecc.), il settore economico in cui l'azienda opera, l'attività specifica da essa svolta, l'identità del soggetto nel cui interesse la valutazione viene eseguita e, ancora, lo status dell'azienda<sup>14</sup> (normale funzionamento, liquidazione, ecc.).

La valutazione, quindi, ha un carattere di forte relatività, essendo influenzata da numerosi fattori.

Secondo il primo degli approcci più sopra elencati, l'approccio valutativo basato sull'attualizzazione dei flussi attesi, il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di produrre risultati, e quindi flussi, nel tempo. In questa visione, ciò che dà valore all'azienda è la sua acquisita attitudine a generare flussi, ossia il fatto che l'azienda sia in grado di garantire, in ipotesi di normale funzionamento e per un periodo più o meno prolungato, che la combinazione economica in atto sia in grado di generare dei risultati.

---

<sup>14</sup> P. Jovenitti, *Il valore dell'impresa*, Lint, Trieste, 1991.

In una prospettiva *stand alone*<sup>15</sup>, dunque, ciò che il venditore del complesso aziendale sacrifica è la possibilità di usufruire del flusso futuro di risultati, mentre il beneficio per l'acquirente è rappresentato proprio dal fatto di acquisire il diritto a tale flusso derivante da una capacità autonoma dell'azienda, senza considerare, quindi eventuali interventi imprenditoriali successivi in grado di modificare la struttura oggetto di negoziazione.

Esistono, però, diversi tipi di flussi: in particolare, si parla di flussi economici (o reddituali) e di flussi finanziari. La scelta del tipo di flusso non è neutrale da un punto di vista concettuale e presuppone impostazioni teoriche del tutto differenti.

- METODI REDDITUALI

I metodi reddituali ipotizzano che il valore di un'azienda dipenda dalle sue capacità di produrre reddito. La dottrina europea, soprattutto quella tedesca e quella italiana, ha attribuito a tali metodi un particolare privilegio, considerandoli portatori di una

---

<sup>15</sup> La prospettiva *stand alone* è quella cosiddetta del “perito indipendente”; in altri termini, la valutazione riguarda l'azienda così com'è, considerandone le capacità e le risorse attuali ed applicando il requisito della neutralità, cioè l'attitudine a pervenire a risultati che siano indipendenti dalle caratteristiche delle parti coinvolte nell'operazione.

maggior consistenza scientifica rispetto alle altre opzioni valutative.

In Italia, le concezioni teoriche su cui si basano tali metodi affondano le proprie radici nella cosiddetta “rivoluzione zappiana”<sup>16</sup>: *il capitale, inteso in senso economico, è pur sempre il valore capitalizzato dei redditi futuri, anche se questi non possono congetturarsi che su dati tratti dalla passata gestione*<sup>17</sup>.

In questa visione, il capitale economico, inteso come valore attribuibile all’azienda in caso di cessione o di conferimento, è un valore *unico* perché determinato attraverso la capitalizzazione dei redditi futuri, ed un valore *derivato* perché prodotto dal reddito. Il reddito costituisce, dunque, un *prius* rispetto al capitale; quest’ultimo in tanto può avere un valore in quanto sia suscettibile di produrre in futuro redditi, e quanto maggiori saranno i redditi prodotti tanto maggiore sarà l’ammontare del capitale economico.

---

<sup>16</sup> Con tale espressione si usa indicare il processo culturale che, grazie soprattutto ai contributi scientifici di Gino Zappa, ha portato alla fondazione dell’Economia Aziendale come disciplina scientifica. L’inizio di questo processo si fa coincidere con la famosa prolusione tenuta per l’inaugurazione dell’anno accademico 1926/1927 della Università Cà Foscari di Venezia. Si veda G. Zappa, *Tendenze nuove negli studi di ragioneria*, Venezia, 1927.

<sup>17</sup> G. Zappa, *Il reddito d’impresa*, Giuffrè, Milano, 1937.

Nonostante i forti legami tra i metodi reddituali e la dottrina economico-aziendale, nella pratica italiana essi sono stati scarsamente utilizzati fino alla fine degli anni '70<sup>18</sup>.

In concreto<sup>19</sup>, se si considera un orizzonte temporale illimitato, il valore economico del capitale è dato dal rapporto tra il reddito medio-normale ed un tasso di capitalizzazione. I tre elementi che caratterizzano la formula sono, dunque, l'orizzonte temporale illimitato, il reddito medio-normale ed il tasso di capitalizzazione.

La scelta dell'orizzonte temporale illimitato presuppone l'ipotesi che l'azienda abbia una capacità di reddito temporalmente illimitata. Si tratta di una ipotesi semplificatrice che, però, trova giustificazione in molta parte della dottrina<sup>20</sup> con talune motivazioni di ordine teorico: la convinzione che l'azienda,

---

<sup>18</sup> In tal senso, il Guatri individua due possibili motivazioni: una certa ritrosia della scuola economico aziendale verso le costruzioni e i modelli matematico-quantitativi e l'incertezza, considerata eccessiva, riscontrabile nella determinazione degli elementi che contraddistinguono le formule esplicative dei metodi reddituali. Si veda L. Guatri, "Le ragioni della superiorità concettuale ed applicativa dei metodi reddituali", *Finanza, Marketing & Produzione*, n.2, giugno 1996.

<sup>19</sup> I metodi reddituali vengono spesso distinti in metodi analitici e metodi sintetici. I metodi analitici sono quelli in cui i flussi reddituali vengono previsti anno per anno fino al termine del periodo di previsione, mentre i metodi sintetici prevedono la determinazione di un reddito medio-normale che si ipotizza possa essere prodotto dall'azienda durante ogni singolo anno del periodo di stima.

<sup>20</sup> "...non può peraltro dimenticarsi la durabilità dell'istituto d'impresa, talchè indebita sarebbe una limitazione del tempo di capitalizzazione la quale derivasse soltanto dalla incapacità del valutatore a figger lo sguardo ben avanti nel futuro per prospettarsi il fenomeno del reddito fino a quella distanza" in D. Amodeo, *Ragioneria generale delle imprese*, Giannini, Napoli, 1964.



essendo un istituto economico atto a perdurare<sup>21</sup>, ha per sua natura la capacità di rigenerare nel tempo la propria capacità di produrre reddito<sup>22</sup>: delimitare la vita dell'azienda sarebbe un'operazione arbitraria, soggettiva, che inficerebbe l'intero processo valutativo caricandolo oltremisura di incertezza.

Limitare l'orizzonte temporale della valutazione sarebbe opportuno soltanto qualora sia possibile determinare, con ragionevole probabilità, un limite per la vita dell'azienda: la durata del sistema aziendale è prevedibile, ad esempio, per le aziende di servizi pubblici, la cui capacità di reddito dipende strettamente dalla durata di concessioni pubbliche, per le aziende la cui capacità reddituale è strettamente collegata allo sfruttamento di una risorsa naturale destinata ad esaurirsi (e si conosce approssimativamente la data di esaurimento della risorsa in questione).

Un'altra motivazione a base della scelta dell'orizzonte temporale illimitato sta nel fatto che, se si prendesse in considerazione un arco temporale sufficientemente ampio in termini di numero di anni, ed un tasso di attualizzazione elevato, lo

---

<sup>21</sup> G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1956.

<sup>22</sup> M. Massari, *Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1998.

scostamento tra il risultato ottenibile con la formula della rendita perpetua (reddito illimitato) e quello ottenibile attraverso la formula relativa ad una rendita limitata ad  $n$  anni tenderebbe ad essere molto ridotto.

L'altro elemento incerto della formula è rappresentato dal reddito medio-normale, con ciò intendendosi il risultato in grado di esprimere la capacità reddituale dell'azienda in condizioni di normale svolgimento della gestione. Anche in questo caso si tratta di una ipotesi semplificatrice.

Ricorrere ad entrambe le ipotesi semplificatrici (tempo illimitato e reddito medio normale) presuppone un flusso di reddito atteso regolare e si adatta, quindi, molto bene ad aziende che presentano per loro natura risultati stabili nel tempo.

Il processo di calcolo del reddito medio-normale prevede, in una prima fase, l'analisi dei risultati storici e, successivamente, la stima dei redditi futuri; il processo di normalizzazione<sup>23</sup> consta delle seguenti fasi<sup>24</sup>: redistribuzione nel tempo di proventi e costi

---

<sup>23</sup> "L'esame dei risultati economici passati serve per trarre elementi giovevoli alle presunzioni sui risultati future: esso non può perciò ridursi ad una semplice presa di cognizione dei redditi rilevati nei bilanci dei trascorsi esercizi, ma deve svilupparsi in un esame critico delle svariate condizioni di azienda e di ambiente nelle quali quei risultati hanno potuto formarsi, per indagare poi, se e con quale intensità e durata le stesse condizioni potranno continuare ad operare nel futuro" in P. Onida, *Economia d'azienda*, Utet, Torino, 1962.

straordinari (attraverso questa fase si evita il rischio che i risultati di singoli esercizi siano esaltati o depressi per la casuale distribuzione degli eventi nel tempo); eliminazione di proventi e costi estranei alla gestione quali, ad esempio, le rendite di immobili che non possono più essere utilizzati per l'attività produttiva o i compensi attribuiti ai proprietari nelle aziende familiari non allineati (in senso positivo o negativo) ai valori di mercato; neutralizzazione del reddito dalle politiche di bilancio, fiscali e non, per ciò intendendosi tutte le valutazioni non ispirate al principio di neutralità<sup>25</sup>: a tal proposito, nel processo di normalizzazione dei redditi passati, vanno sempre ricalcolate le imposte di competenza dei diversi esercizi; neutralizzazione del reddito dagli effetti dell'inflazione (componente, quest'ultima,

---

<sup>24</sup> “Per intraprendere il processo di normalizzazione dei redditi storici è importante controllare che le valutazioni siano avvenute nel rispetto di corretti principi contabili, cioè seguendo regole e convenzioni accettate e condivise, e soprattutto che siano state applicate in modo uniforme e costante nel tempo; in caso contrario, i redditi storici devono essere corrispondentemente aggiustati.” in L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2006.

<sup>25</sup> Così si esprime Sorci parlando della relatività quale caratteristica del processo di determinazione del reddito di esercizio e del capitale di funzionamento: “essa porta alla determinazione di risultati funzionali ad un fine prevalente che è il risultato della composizione di numerosi interessi, talvolta anche in conflitto tra loro, i quali gravano sul risultato di esercizio”, e ancora “..malgrado la normativa attuale riduca gli spazi di manifestazione di tali interessi cercando di convogliarli all'interno di principi, di criteri predeterminati, esistono sempre degli spazi di fuga per effetto dei quali a tutt'oggi può valere quanto diceva Pantaleoni all'inizio del secolo scorso, quando definisce il bilancio un sistema di simboli intellegibile solo a chi ne ha la chiave” in C. Sorci, *Lezioni di economia Aziendale*, Giuffrè, Milano, 2002.

divenuta marginale in questi ultimi anni essendosi assestata, l'inflazione, su valori minimi)<sup>26</sup>. Giunti a questo punto, l'ultima fase da porre in essere è quella di considerare talune plusvalenze e minusvalenze non considerate dal punto di vista contabile; si dovrebbe, inoltre, considerare la componente immateriale, del tutto ignorata nelle rilevazioni contabili. Con questi due ultimi aggiustamenti si perviene al cosiddetto Redditi Economico Integrato (in sigla REI). Conclusa la fase dell'analisi storica dei risultati dell'azienda, analisi strumentale al calcolo del reddito medio-normale, si passa alla stima dei redditi futuri, la quale può avvenire con il *metodo dei risultati storici* (si applica nel caso di situazione di sostanziale stazionarietà sia della capacità reddituale dell'azienda sia della condizioni di normale svolgimento della gestione e si sostanzia nella proiezione nel futuro, senza alcuna variazione sensibile, del reddito medio-normale conseguito negli ultimi 3-5 anni), con il *metodo di proiezione dei risultati storici* (partendo dai redditi passati si cerca di individuare delle variabili esplicative ritenute in grado di influenzare i risultati dell'azienda,

---

<sup>26</sup> Tra i correttivi individuate dalla dottrina si ricordano, tra gli altri, l'adeguamento delle quote di ammortamento ai valori correnti delle immobilizzazioni e l'adozione del metodo LIFO nelle valutazioni delle rimanenze. Si veda O. Paganelli, *Valutazione delle aziende*, Utet, Torino, 1990.

variabili da correlare, secondo un predeterminato meccanismo, con i risultati reddituali dell'azienda), con il *metodo dei risultati programmati* (le stime si basano sui dati contenuti in documenti previsionali stilati dalle aziende, quali ad esempio il budget o i piani pluriennali), con la *previsione degli analisti finanziari* (per le imprese quotate).

Il terzo input della formula è rappresentato dal tasso di capitalizzazione, di difficile calcolo, composto a sua volta da due o tre componenti a seconda che si tratti di impresa societaria o impresa individuale. Il tasso di capitalizzazione, infatti, è sicuramente composto da a) un tasso di interesse che valga a compensare il puro impiego del capitale (risk free rate)<sup>27</sup>; b) un tasso di premio che compensi i rischi specifici, propri di quel particolare tipo di impresa (risk premium); nelle imprese individuali, ai tassi sub a) e sub b) si aggiunge una terza componente: c) un tasso di salario che compensi l'opera complessa dell'imprenditore come creatore e conduttore dell'impresa.

Tutto quanto detto sinora riguarda l'ipotesi di capacità reddituale illimitata; quando, però, è possibile limitare il periodo di

---

<sup>27</sup> Una soluzione comunemente accettata e sufficientemente approssimata all'obiettivo è offerta dal rendimento dei titoli di stato a media-lunga scadenza, cioè intorno ai dieci anni.

osservazione perché, ad esempio, si conosce il periodo di residuo utilizzo dei fattori della produzione di maggiore rilievo, è bene effettuare la valutazione nell'arco di tempo considerato.

In quel caso, ferma restando la difficoltà di determinazione del tasso di interesse, non si ricorrerà alla determinazione di un reddito medio prospettico bensì si faranno previsioni sui singoli redditi di ognuno degli esercizi presi in considerazione.

- **METODI FINANZIARI**

Tali metodi considerano l'azienda alla stregua di un qualsiasi investimento ed applicano ad essa le tecniche relative alla valutazione economica degli investimenti; secondo tale logica, quindi, il valore dell'azienda è dato dal valore attuale dei suoi flussi di cassa futuri.

Naturalmente, nell'applicare alla valutazione d'azienda il metodo finanziario, ci si imbatte subito in una differenza di notevole rilievo rispetto ad un qualsiasi altro investimento, cioè nel fatto che la durata dell'iniziativa, in questo caso, è assai lunga, anzi di regola indeterminata.

Data la maggiore difficoltà di previsione dei flussi finanziari rispetto a quelli reddituali -oltre alle difficoltà presenti nel processo

di previsione dei flussi di reddito si aggiungono, infatti, quelle riguardanti il passaggio dai flussi di competenza (redditali) a quelli di cassa (finanziari)- quando viene applicato tale metodo si considera un arco di tempo limitato; in particolare, la previsione finanziaria dei flussi finanziari si spinge di rado oltre i 5/6 anni.

La variante più utilizzata, spesso l'unica di cui si discute parlando di metodi finanziari, è quella che, prevedendo la suddivisione in due segmenti della vita futura dell'azienda, contempla la proiezione dei flussi di cassa analitici solo sul primo di essi, costituito da un numero limitato di anni futuri, ai quali va poi a sommarsi la stima del valore residuo o terminale attribuibile all'azienda alla fine di questo primo segmento oggetto di previsioni analitiche, ossia al tempo  $n$ .

I due diversi metodi finanziari utilizzabili, unlevered e levered, differiscono essenzialmente per la diversa configurazione di flusso di cassa presa in considerazione, da cui deriva, ovviamente, un diverso oggetto di valutazione ed un diverso tasso di attualizzazione.

Il metodo unlevered considera i flussi di cassa della gestione operativa pervenendo, così, alla stima del capitale investito

operativo; il metodo levered utilizza i flussi di cassa netti disponibili per gli azionisti<sup>28 29</sup>.

---

<sup>28</sup> Il flusso di cassa della gestione operativa è così calcolabile:

- + Ricavi caratteristici monetari
- Costi caratteristici monetari
- = MOL (Flusso di circolante della gestione corrente)
- Ammortamenti ed altri accantonamenti
- = Reddito operativo (RO) o EBIT
- Imposte
- = RO al netto delle imposte
- + Ammortamenti ed altri accantonamenti
- = MOL (al netto di imposte su RO)
- +/- Variazione del Capitale circolante
- = Flusso di cassa della gestione corrente
- +/- Variazione degli investimenti operativi
- = Flusso di cassa della gestione operativa

<sup>29</sup> Il flusso di cassa netto per gli azionisti è pari a:

- + Ricavi caratteristici monetari
- Costi caratteristici monetari
- = MOL (Flusso di circolante della gestione corrente)
- +/- Variazione del Capitale circolante
- = Flusso di cassa della gestione corrente
- +/- Variazione degli investimenti operativi
- = Flusso di cassa della gestione operativa
- Oneri finanziari netti
- Imposte
- +/- Rimborsi/versamenti di capitale proprio
- +/- Indebitamento
- = Flusso di cassa netto per gli azionisti



## **5. Gli approcci patrimoniale e misto per la valutazione delle aziende**

Con l'utilizzo dell'approccio patrimoniale si perviene alla determinazione del valore del capitale economico attraverso la distinta valutazione dei componenti attivi e passivi del capitale, materiali ed immateriali, prescindendo dalla capacità di reddito dell'azienda e senza considerare il valore dell'avviamento<sup>30</sup>.

Il sacrificio del venditore sarebbe dunque rappresentato, secondo tale approccio, dalla rinuncia alla consistenza patrimoniale ceduta.

Tale metodo è l'unico praticabile in alcuni casi, quali ad esempio il conferimento d'azienda o la scissione –operazioni in cui il valore unico dell'azienda deve essere suddiviso in più componenti– in quanto l'attribuzione di un valore distinto a ciascuno degli elementi patrimoniali attivi e passivi è obbligatorio secondo le prescrizioni del Codice civile. In ipotesi come quella in questione, il metodo reddituale, se preferito nella valutazione del capitale economico, può costituire unicamente un efficace metodo di confronto e di controllo rispetto a quello patrimoniale.

---

<sup>30</sup> La valutazione dell'avviamento “trasformerebbe” il metodo da patrimoniale a misto.

Anche nell'ipotesi in cui bisogna valutare il capitale economico di un'azienda con redditività scarsa o nulla tale metodo risulta efficace; in tal caso, infatti, se l'azienda è destinata a continuare a funzionare sarà certamente provvista di un proprio autonomo valore, non determinabile attraverso i metodi reddituali; si ricorrerà, dunque, all'applicazione del metodo patrimoniale o, al massimo, al metodo misto (che come vedremo considera anche il valore dell'avviamento, nell'ipotesi in questione avente segno negativo, quindi badwill).

Un ulteriore caso in cui risulta opportuno applicare il metodo patrimoniale è quello di aziende, come quelle immobiliari o le holding pure, il cui valore è influenzato dal valore del proprio patrimonio netto più che dalle proprie capacità di generare redditi o flussi di cassa.

I metodi patrimoniali sono quelli maggiormente applicati nella pratica, in quanto prospettano agli operatori valori più rassicuranti, perché derivanti dall'applicazione di dati provvisti di maggiore certezza ed obiettività e perché le grandezze dei singoli elementi del capitale si prestano ad essere agevolmente controllate (requisito della controllabilità degli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale). Innegabile, però, dal punto di vista scientifico, la criticabilità dei metodi patrimoniali, i quali offrono una visione statica e disaggregata dell'azienda.

Secondo un'autorevole dottrina molto impegnata nello studio dei metodi di valutazione, sia delle aziende sia di specifici beni immateriali, non si tratta, per i limiti accennati, di un vero e proprio metodo di valutazione bensì di un procedimento di indagine idoneo a fornire un'informazione particolare; solo se si tratta di valutare società immobiliari, holding pure o specifici beni immateriali si può parlare di metodo<sup>31</sup>.

Se nella valutazione vengono considerati nell'attivo soltanto gli elementi materiali e gli elementi immateriali suscettibili di autonoma e ricorrente valutazione in bilancio (quali, ad esempio, brevetti, marchi, concessioni, licenze, software) si parla di metodo patrimoniale semplice, se nell'attivo sono considerati anche gli intangibles che non trovano autonoma valutazione in bilancio (fattori tipicamente di avviamento quali la clientela, l'immagine, il posizionamento sul mercato, le attività di ricerca e sviluppo) si parla di metodo patrimoniale complesso.

L'approccio patrimoniale di valutazione perviene al valore dell'azienda, o meglio del suo patrimonio netto rettificato espresso a valori correnti, partendo dal patrimonio netto contabile risultante da

---

<sup>31</sup> L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

una situazione patrimoniale redatta con riferimento ad una data il più possibile vicina a quella di valutazione, ed apportando al patrimonio netto contabile –il bilancio ordinario di esercizio rappresenta, dunque, un imprescindibile punto di riferimento di partenza– dapprima una serie di rettifiche ed integrazioni per esprimere, in base a corretti principi contabili orientati su valori di funzionamento, il valore delle attività e delle passività –iscrizione e/o integrazione di fondi rischi mancanti o insufficienti ad esempio– e poi una serie di rettifiche di valore per passare dai valori contabili, basati sui costi storici o sui minori valori di realizzo di mercato, ai valori correnti basati sui costi attuali di riacquisto o di riproduzione, o su valori attuali di mercato o, ancora, nel caso di metodi patrimoniali complessi, per iscrivere nuove attività immateriali non rilevate nella situazione patrimoniale di partenza.

La prima delle due fasi sopra menzionate la possiamo definire di *ricognizione e revisione* ed ha ad oggetto la verifica della corretta contabilizzazione delle poste di bilancio, depurandole, eventualmente, dall'inquinamento dovuto a politiche fiscali o di bilancio; tale fase potrebbe risultare superflua nel caso in cui il bilancio di esercizio sia certificato.

L'altra fase è definibile di *riespressione a valori correnti* degli elementi patrimoniali attivi e passivi e consente di evidenziare eventuali plusvalenze latenti (valori di bilancio inferiori rispetto a quelli correnti) o, meno frequentemente, delle minusvalenze latenti.

Il lavoro ricognitivo prima e di riespressione poi ha ad oggetto tutte le poste: le immobilizzazioni materiali, espresse al costo di riproduzione al netto di una congrua rettifica che tenga conto del deperimento fisico e dell'obsolescenza, al costo di sostituzione o al valore di mercato (per i beni ad utilizzo autonomo destinati alla cessione, che possono essere utilizzati indipendentemente dalla combinazione produttiva, e per i quali esista un mercato dell'usato)<sup>32</sup>; gli oneri pluriennali, la cui iscrizione deve trovare idonea giustificazione in una loro non estinta utilità; i crediti, di cui bisogna giudicare la consistenza e l'esigibilità nonché la presenza e la congruità degli eventuali accantonamenti ad essi relativi<sup>33</sup>; i debiti, di cui bisogna appurare l'entità reale ed integrale prendendo in considerazione anche quelli potenziali; le rimanenze di magazzino,

---

<sup>32</sup> Da non trascurare, in questa fase di valutazione delle immobilizzazioni, gli impianti acquisiti con operazioni di leasing, che possono rivelare plusvalenze se il valore attuale del debito residuo, costituito dalla somma delle rate a scadere, risulta inferiore al loro valore corrente.

<sup>33</sup> Particolare attenzione merita il fondo rischi su crediti che, spesso, per mere esigenze fiscali è pari allo 0,50% dei crediti totali e non rispecchia le reali valutazioni di tipo economico-aziendale.

che richiedono un controllo accurato per l'individuazione di eventuali materiali obsoleti, da valutarsi al costo di mercato o di acquisto più recente (per le materie prime), al costo di produzione (per i semilavorati), al minore tra costo di produzione e valore di presunto realizzo al netto degli oneri da sostenere per la vendita (per i prodotti finiti); le partecipazioni di controllo, da valutare secondo il valore economico della controllata ed aggiungendo, al valore così calcolato, un eventuale *premio di maggioranza*<sup>34</sup>; sempre per le partecipazioni di controllo, c'è da precisare che se la società oggetto di valutazione e le sue controllate costituiscono un insieme sistematico risulta opportuna una stima del valore economico dell'intero gruppo da esse formato, sulla base di un bilancio consolidato<sup>35</sup>; le partecipazioni non di controllo, da valutare in base al patrimonio netto contabile della controllata o al costo di acquisto se ancora rappresentativo o, nel caso di imprese quotate, ai prezzi di mercato.

Dalle fasi ora esaminate emergeranno, il più delle volte, delle plusvalenze; tale circostanza rende necessario l'avvio di una ulteriore fase di valutazione dei carichi fiscali potenziali che gravano, appunto,

---

<sup>34</sup> Per la determinazione della componente in parola si veda L. Guatri – M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

<sup>35</sup> M. Massari, *La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n.4, 1990.

sulle plusvalenze; dal punto di vista squisitamente economico sembrerebbe razionale pensare di applicare le aliquote di imposta correnti al momento della valutazione ma la circostanza secondo cui tali oneri sono differiti, in quanto legati al realizzo dei cespiti che avverrà in un tempo futuro non precisamente determinabile, porta ad applicare, nella prassi, aliquote ridotte, a meno che le plusvalenze latenti non riguardino elementi del capitale circolante, destinati ad essere realizzati a breve, e quindi da “colpire” con aliquote piene.

Il tutto può essere espresso in simboli nel modo seguente:

$$K' = K + (\Delta A + \Delta P)$$

dove:

$K'$  è il valore del patrimonio netto rettificato;

$K$  è il valore del patrimonio netto contabile, risultante dalla situazione patrimoniale di riferimento, pari alla differenza fra i valori contabili delle attività (A) e delle passività (P) o, il che è lo stesso, pari alla somma algebraica dei seguenti elementi:

- capitale sottoscritto, che esprime il valore nominale dei

conferimenti eseguiti dalla proprietà dell'impresa (dai soci o dal socio unico o dall'unico proprietario)<sup>36</sup>;

- riserve di utili, generiche e specifiche;

- perdite a nuovo;

- riserve di capitale;

- riserve e fondi in sospensione di imposta, di origine fiscale, da assumersi, per quelle non ancora tassate, al netto delle relative imposte differite;

- utile netto di periodo (o perdita di periodo), dall'inizio dell'esercizio alla data di riferimento della situazione patrimoniale;

$\Delta A$  è l'ammontare delle plusvalenze delle sole attività patrimoniali, al netto delle relative minusvalenze e dell'effetto fiscale, ottenuto per differenza fra valori correnti e valori contabili;

$\Delta P$  è l'ammontare delle plusvalenze delle passività patrimoniali al netto delle relative minusvalenze, dove le plusvalenze sono i minori valori correnti delle passività

---

<sup>36</sup> M. de Sarno, *Misurazione e comunicazione dei valori aziendali*, Giappichelli Editore, Torino, 2005.



rispetto ai valori contabili e le minusvalenze i maggiori valori correnti rispetto ai valori contabili.

Molto spesso, però, il metodo patrimoniale semplice, senza considerazione degli elementi immateriali, risulta essere approssimativo, soprattutto in quelle realtà dotate di numerosi intangibles alla cui esistenza si giudica legato fortemente il valore dell'azienda; per la valutazione di tali aziende è bene ricorrere al metodo patrimoniale complesso.

La necessità di considerare le risorse immateriali nel quadro degli strumenti di comunicazione economico-finanziaria dell'impresa e l'importanza delle stesse nel processo di creazione e diffusione del valore sono, ormai, ampiamente affermate; nondimeno, fatta eccezione per alcune punte di eccellenza, è ancora piuttosto raro riscontrare nei documenti ufficiali divulgati dalle imprese rappresentazioni soddisfacenti del loro patrimonio immateriale.

Una prima ragione di questa grave carenza informativa<sup>37</sup> nella comunicazione economico-finanziaria aziendale è riconducibile al fatto che l'attenzione rivolta alle risorse immateriali ed al loro contributo al vigore ed al dinamismo economici dell'impresa è

---

<sup>37</sup> M. Gambaro – C.A. Ricciardi, *Economia dell'informazione e della comunicazione*, Laterza Editore, 1997.

relativamente recente, non significando ciò che il tema della immaterialità sia nuovo ma solo che è cambiato, nel passaggio dall'impresa industriale a quella post industriale<sup>38</sup>, il ruolo della conoscenza e di altri fattori invisibili. È cresciuta, quindi, la rilevanza della partecipazione delle risorse immateriali ai processi di valutazione del capitale aziendale e di determinazione del risultato economico d'esercizio<sup>39</sup>.

Una seconda ragione riguarda la complessità propria del patrimonio immateriale, che si esprime in vari modi: sul piano della eterogeneità degli elementi che lo compongono e sul piano delle molteplici modalità del suo rinnovamento; ne derivano forti difficoltà nello sviluppare tassonomie univoche e modelli interpretativi universalmente accettati<sup>40</sup> per la valutazione di tale patrimonio immateriale.

---

<sup>38</sup> L. Pozza, *Le risorse immateriali – Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d'azienda*, Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell'Università Bocconi e Giuffrè Editori, Milano, 1999.

<sup>39</sup> P. M. Ferrando, "Risorse e risorse immateriali. Natura e implicazioni per il valore dell'impresa" in *Saggi sull'immaterialità nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, 1999.

<sup>40</sup> E. Rullani, "Economia delle risorse immateriali: una introduzione" in *Sinergie*, 1992.

L'interesse per la valutazione autonoma dei beni immateriali è, quindi, relativamente recente poiché in passato, cioè nei primi anni in cui si è presa in considerazione l'ipotesi di valutare i beni immateriali distintamente dall'avviamento, la misurazione degli intangibili era collegata e finalizzata alla valutazione delle aziende ed alla rilevazione delle loro performance periodiche<sup>41</sup>.

Un particolare stimolo all'esigenza di effettuare valutazioni corrette degli elementi immateriali presenti nel patrimonio aziendale è stato anche offerto dai processi di concentrazione aziendale: per assorbire, ad esempio, le differenze di fusione, infatti, si è ritenuto opportuno attribuire un valore congruo anche ai beni immateriali. A conferma di ciò, recenti operazioni di acquisizione e di fusione hanno evidenziato la presenza di ingenti riserve di valore legate a risorse immateriali. Tali riserve sono originate da risorse presenti in bilancio ma sottostimate e, soprattutto, da risorse immateriali che attendono il visto di ingresso in bilancio.

I metodi patrimoniali complessi possono essere di due tipi<sup>42</sup>: di primo grado, quando è possibile effettuare la valutazione dei beni

---

<sup>41</sup> L. Guatri, *Valore e <<intangibles>> nella misura della performance aziendale – Un percorso storico*, EGEA, Milano, 1997.

immateriale sulla base dei prezzi di mercato, come per le “vecchie” licenze; di secondo grado, quando i beni immateriali da stimare non sono dotati di un prezzo di mercato e la stima è necessariamente basata sul costo o sulla redditività di tali beni.

Al proposito, il requisito per definire i beni immateriali è l’“identificabilità”, che consente di distinguere le risorse immateriali dell’impresa in beni immateriali in senso stretto, autonomamente valutabili e, quindi, identificabili nel contesto aziendale e, di conseguenza, in bilancio; e valori immateriali non suscettibili di specifica individuazione, che non possono trovare valorizzazione se non in quella nozione di avviamento (o goodwill) *che proprio la valutazione dei beni immateriali identificabili si propone di circoscrivere*<sup>43</sup>; il valore assunto dal goodwill si amplia considerevolmente, da un lato, e la categoria dei beni immateriali si restringe, dall’altro, quando si assume come criterio di identificazione la *trasferibilità*<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Prima edizione, Giuffrè, 1981.

<sup>43</sup> A. Renoldi, Premessa al libro *La valutazione dei beni immateriali: metodi e soluzioni*, EGEA, Milano, 1992.

<sup>44</sup> G. Brugger, “*La valutazione dei beni immateriali legati al Marketing e alla Tecnologia*” in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1989.

Sul piano delle valutazioni esistono, poi, altri due importanti motivi che inducono ad esprimere in un'unica o in pochissime entità (spesso si adotta la soluzione di comprendere i beni immateriali in due classi abbastanza ampie: i beni immateriali inerenti al marketing, sinteticamente denominati, spesso, marchi; i beni immateriali inerenti alla tecnologia ed ai processi produttivi, denominati sinteticamente know-how o patrimonio tecnologico) il valore dei beni immateriali:

- a. il valore attribuibile a questi, spesso definito in prima approssimazione dai costi storici di formazione, o meglio dai costi di riproduzione, trova una necessaria ed ineliminabile verifica nelle capacità reddituali dell'impresa: se l'impresa non ha la capacità di produrre adeguati redditi non ha senso attribuire valore ai beni immateriali; la verifica dell'accettabilità dei valori attribuiti ai beni immateriali è unica e globale poiché unico e globale è il reddito di periodo; se esso è positivo, i singoli valori attribuiti ai beni immateriali rimangono globalmente confermati; se è nullo o negativo, uno o più di essi vanno ridotti: ma a quali tocchi tale sorte non è oggettivamente decretabile, e qualsiasi scelta è solo una convenzione; per la verifica

reddituale si potrebbe anche utilizzare il metodo seguente: calcolare sia il reddito medio-normale atteso ( $R$ ), sia il valore patrimoniale rettificato comprensivo della grandezza dei beni immateriali ( $K'$  comprensivo del “presunto” valore dei beni intangibili), ed effettuare il rapporto tra queste due grandezze per ottenere il tasso di rendimento atteso  $i = R/K'$ ; se il tasso  $i$  così ottenuto cade nell'intervallo di normalità, ossia è allineato ai tassi correnti di capitalizzazione di aziende di ugual rischio, la “prova reddituale” si considera superata ed i valori dei beni immateriali possono essere confermati; se il valore  $R/K'$  risulta inferiore alla norma si rivela un'anomalia, da interpretare come negazione dell'esistenza (totale o parziale) del valore dei beni immateriali: se si prescinde da riduzioni delle plusvalenze sui beni strumentali, il valore dello stock di beni immateriali va ridotto finché il tasso  $i$  non rientri nella norma;

b. i beni immateriali tendono spesso a sovrapporsi ed a confondersi, così che il rischio di duplicazioni o, all'opposto, di omissioni, è sempre in agguato<sup>45</sup>.

Oltre ai metodi accennati sub a) di valutazione dei beni immateriali, cioè quello dei *costi storici* effettivamente sostenuti in passato per acquisire le utilità che si riconnettono al bene immateriale da valutare (sono da ricomprendere tutti gli investimenti effettuati per creare e rafforzare stabilmente nel tempo la risorsa immateriale della quale si ricerca il valore così come sono da considerare le svalutazioni eventualmente subite nel tempo dall'intangibile in questione) e quello dei *costi di riproduzione* ossia dei costi che nelle condizioni correnti si dovrebbero sostenere per poter disporre dello stesso bene immateriale o di altro bene apportatore di equivalenti utilità (rispetto al metodo dei costi storici, questo metodo sembra

---

<sup>45</sup> Il principio contabile internazionale IAS 38 considera beni immateriali quegli assets identificabili e privi di consistenza fisica, individuando al contempo i tre requisiti essenziali che tali beni devono possedere:

- identificabilità (intesa come separabilità e derivazione da precisi obblighi contrattuali o legali);
- controllo (inteso come potere di ottenere benefici dal bene);
- benefici economici futuri (in termini di maggiori ricavi o di minori costi).

È evidente che gli assets a cui fa riferimento lo IAS 38 sono soltanto una parte di quelli esistenti in un'azienda, ossia quelli acquisiti esternamente, restando esclusi, quindi, gli assets autoprodotti.

più corretto in quanto tiene conto delle condizioni attuali di mercato), esistono altri metodi utilizzabili per la valutazione dei beni immateriali: quando è possibile prescindere dai procedimenti basati sui costi, si applicano criteri fondati sui *flussi di risultato attesi* (approccio economico, di cui esistono, a sua volta, due varianti: attualizzazione dei margini ottenibili dal bene stesso, calcolati come frazione dei risultati complessivi dell'azienda isolando da essi, laddove possibile, i ricavi ed i costi direttamente imputabili al bene; oppure attualizzazione dei benefici differenziali -maggiori ricavi o risparmi di costi- che la presenza del bene dovrebbe consentire, rispetto a realtà che non ne dispongono) o, infine, con l'impiego di *parametri e moltiplicatori* (approccio di mercato).

In definitiva: anche applicando il metodo patrimoniale non si può prescindere, il più delle volte, dalla considerazione, esplicita o meno, dei flussi reddituali futuri; inoltre, il valore del capitale ottenuto con l'attualizzazione dei flussi reddituali tende a coincidere con il valore ottenuto con il metodo patrimoniale allorquando oltre al valore attribuibile a singoli elementi materiali attivi, vengono attribuiti



autonomi valori alle immobilizzazioni immateriali, sia quelli già presenti in bilancio, sia quelli non inserite in bilancio perché difficilmente valutabili in sede ordinaria (patrimonio netto rettificato e rivalutato con la considerazione degli intangibles); anche nel caso di utilizzo del metodo patrimoniale, poi, quando si decide di attribuire un valore ai beni immateriali, si devono verificare le capacità reddituali future che giustifichino l'attribuzione di un plusvalore alle immobilizzazioni immateriali stesse e, qualora la verifica reddituale porti a risultati negativi, bisogna considerare un avviamento negativo che, da un lato, impone di rinunciare alla stima di alcuni intangibili e, dall'altro, addirittura potrebbe portare a rivedere verso il basso la valutazione delle immobilizzazioni materiali; i pregi, ed in particolare la caratteristica dell'oggettività del metodo patrimoniale, sono da rivedere, infine, in virtù della sempre maggiore considerazione dei beni immateriali, di più difficile valutazione rispetto a quelli dotati di materialità: la valutazione complessiva del capitale economico dell'impresa non è, quindi, necessariamente più controllabile e certa rispetto a quella a cui si perviene con l'utilizzo del metodo reddituale.

L'approccio misto patrimoniale-reddituale offre il vantaggio di coniugare l'obiettività dell'approccio patrimoniale con la razionalità

dell'approccio reddituale, prevedendo la valutazione sia dello stock patrimoniale di risorse disponibili per l'azienda sia dei flussi reddituali futuri. I vantaggi di tali metodi sono stati indirettamente evidenziati più sopra quando si è detto che una corretta applicazione dei metodi patrimoniali richiede necessariamente di non trascurare la considerazione della redditività attesa. A meno che le caratteristiche dell'impresa da considerare (imprese immobiliari, ad esempio) non consiglino l'utilizzo del metodo patrimoniale semplice.

Rientrano nell'approccio misto il metodo della stima autonoma del goodwill<sup>46</sup> ed il cosiddetto modello EVA.

Il metodo della stima autonoma del goodwill, per anni fra i più diffusi e noti metodi di valutazione delle aziende, ed ancor oggi di larga applicazione in tutte le valutazioni che richiedono stime patrimoniali analitiche (quindi in molte operazioni straordinarie), prevede di pervenire alla determinazione del valore economico dell'azienda aggiungendo al valore del patrimonio determinato con il metodo patrimoniale, il valore dell'avviamento determinato con procedimento autonomo –goodwill o avviamento positivo– o

---

<sup>46</sup> Il metodo della stima autonoma del goodwill è anche detto *metodo europeo*, essendo quello raccomandato dall'Unione Europea degli Esperti Contabili Economici e Finanziari (UEC).

sottraendo da esso il valore del cosiddetto avviamento negativo o badwill dovuto all'assenza o insufficienza di reddito in prospettiva.

Il concetto di avviamento da considerare per l'applicazione di questo metodo è quello corrispondente alla definizione "bestana" di soprareddito, ossia il differenziale tra il reddito medio atteso dell'azienda da rivalutare (R) e quello definibile normale per il settore di appartenenza ( $iK$ ), ottenuto applicando appunto al patrimonio netto determinato dell'impresa da valutare (K) il tasso ritenuto espressivo di un rendimento normale di settore (i).

In relazione al valore del patrimonio da considerare nella determinazione del valore dell'azienda, benché prevalga la pratica di riferirsi al solo patrimonio rivalutato tangibile (K), ottenuto con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice, non mancano casi in cui viene incluso nel valore del patrimonio anche il valore dei beni immateriali ( $K'$ ); il tasso di capitalizzazione (i) è un tasso di rendimento normale di settore e si determina in modo analogo a quello impiegato nei metodi reddituali. Esso sarà leggermente più basso se si applica al valore del patrimonio netto rettificato ( $K'$ ).

L'ultimo problema da superare è la determinazione del periodo di tempo limitato entro cui effettuare le valutazioni: si tratta, in concreto, di stabilire per quanto tempo l'azienda, con quella struttura,

riesce a conseguire sopraredditi. È prevedibile, inoltre, che seppur la capacità dell'azienda di generare soprareddito si protragga, ciò sarà, da un certo punto in poi, imputabile alle energie ed agli investimenti del nuovo imprenditore (nel caso di cessione) o della nuova combinazione aziendale (negli altri casi di operazioni straordinarie), giustificando la delimitazione temporale della valutazione

Da un punto di vista concettuale, il goodwill è qui inteso come capacità endogena dell'azienda di generare redditi superiori a quelli ritenuti "normali" in relazione al settore in cui si opera o, più in generale, rispetto alle caratteristiche dell'investimento effettuato.

Tale metodo è particolarmente indicato per la valutazione delle aziende industriali manifatturiere, nelle quali ha rilevanza sia la struttura patrimoniale sia la capacità dell'impresa di generare redditi.

In definitiva, con tale metodo si ricorre ad una valutazione a prezzi correnti o, più di recente, al fair value dei vari elementi attivi che compongono il capitale, al netto delle passività, e con una maggiorazione a titolo di goodwill; il valore che ne deriva è composito perché formato sia da valori analitici attribuiti alle attività (ed alle passività da sottrarre) sia da un valore del goodwill, determinato attraverso l'attualizzazione del differenziale tra il reddito normalizzato ed il reddito normale atteso del capitale investito (tale

differenza altro non è che il soprareddito), stimato moltiplicando il capitale netto rettificato tenendo conto delle immaterialità per un ROE medio di settore.

Ai metodi finora analizzati se ne aggiungono altri rientranti nel cosiddetto approccio di mercato ed altri ancora più o meno diffusi nella pratica.

C'è da precisare, alla fine di questa disamina dei metodi di valutazione, che per scegliere il metodo di valutazione da applicare, oltre a verificare le caratteristiche dell'impresa ed il fine per il quale la valutazione viene effettuata, bisogna considerare anche la fase del ciclo di vita in cui si colloca l'impresa da valutare: nella fase di start up, ad esempio, un'impresa non necessariamente riesce a produrre utili, i suoi prodotti non sono ancora molto conosciuti sul mercato ed i flussi di cassa sono per lo più negativi, quindi sarebbero certamente da escludere i metodi di valutazione basati sull'attualizzazione dei flussi (sia economici, sia di cassa), anche per la mancanza di dati storici che permetterebbero di conoscere l'andamento precedente dei flussi stessi; l'utilizzo del metodo di attualizzazione dei flussi reddituali o di cassa sarebbe opportuno, invece, per la valutazione di aziende che si trovano in fase di affermazione, fase in cui il tasso di crescita dei ricavi è

sostenuto e consolidato e gli utili, salvo eventi patologici, sono positivi; nella fase della maturità, per la scelta del metodo da utilizzare si farà riferimento quasi esclusivamente alle finalità per le quali la valutazione viene effettuata mentre, infine, nella fase di declino, in cui i risultati economici sono negativi e la maggiore fonte di valore è rappresentata dalla consistenza patrimoniale dell'azienda, l'approccio che pare naturale applicare è quello misto reddituale-patrimoniale, attraverso il quale si sottrae, in questo caso, il badwill dal valore del patrimonio rettificato.

## **CESSIONI E CONFERIMENTI D'AZIENDA**

## **1. Lineamenti delle operazioni di cessione e di conferimento di azienda**

Tra le operazioni straordinarie individuate nel capitolo precedente, un posto di rilievo è occupato dalle operazioni di cessione d'azienda.

La cessione di azienda identifica il trasferimento di un complesso aziendale (o di un sottosistema del complesso aziendale di grandezza minore avente tutti i connotati tipici di un'azienda, che prende il nome di "ramo d'azienda") da un soggetto giuridico e/o economico ad un altro, contro pagamento di un corrispettivo in denaro (cessione) oppure contro assegnazione di quote o azioni (conferimento).

È possibile distinguere tre casi di cessione:

- cessione per vendita, quando il trasferimento di un'azienda viene regolato con il pagamento di un prezzo ed oggetto della cessione può essere un'azienda individuale, un'azienda collettiva, cioè società di persone o società di capitali, o un ramo aziendale specificamente identificabile all'interno dell'intero sistema aziendale; la cessione d'azienda, a differenza di altre operazioni di gestione



straordinarie quali, ad esempio, fusioni e scissioni, non è ristretta al solo ambito societario potendo coinvolgere anche soltanto imprenditori individuali;

- cessione per apporto, quando l'azienda (individuale, societaria o semplicemente un ramo di essa) viene conferita in una società esistente o di nuova costituzione, ed il corrispettivo si sostanzia nella partecipazione al capitale del soggetto che riceve il complesso aziendale<sup>47</sup>; la generica operazione di cessione aziendale, in questo caso, prende il nome specifico di conferimento d'azienda, la cui peculiarità rispetto alla cessione in senso stretto è quella di conservare un vincolo di capitale tra i soggetti che partecipano all'operazione, vincolo che non permane nel caso di cessione in senso stretto, nella quale l'unico legame tra cedente e cessionario successivo all'operazione (fatta eccezione per il regime di responsabilità relativo al pregresso) è costituito dalle eventuali ragioni di credito

---

<sup>47</sup> Nel conferimento intervengono maggiori problematiche rispetto alla cessione in merito all'identificazione dei beni che possono entrare a far parte del complesso aziendale oggetto di trasferimento. Ciò in quanto, nell'operazione in esame, per il soggetto che riceve il conferimento il corrispettivo si sostanzia in un aumento del capitale sociale, o nel capitale sociale stesso se la conferita sia costituita tramite conferimento. Sorgono, quindi, complesse problematiche sulla valutazione della correlata, necessaria garanzia dei terzi, in merito alla effettiva consistenza del capitale medesimo.

relative al regolamento del corrispettivo pattuito; l'operazione di conferimento d'azienda è operazione atipica nel panorama economico e giuridico italiano in quanto non espressamente disciplinata; per tale motivo, all'operazione vengono applicate le norme previste per l'operazione di conferimento in natura di singoli beni; l'assenza di una normativa omogenea ha anche contribuito all'assenza di una omogeneità terminologica rispetto al nome da dare all'operazione<sup>48</sup>, che in campo economico aziendale è anche nota come apporto, scorporo (con tale termine si vuole prospettare l'operazione dal punto di vista della società conferente, come distacco di una parte del complesso aziendale da altro di maggiori dimensioni) o concentrazione d'azienda (guardando all'operazione dal punto di vista della società conferitaria, la quale mira ad operare con sistemi aziendali di maggiore grandezza e complessità);

- cessione di quote aziendali, modalità alternativa per realizzare il trasferimento della titolarità di un'impresa in

---

<sup>48</sup> S. Coronella, *Il conferimento dell'azienda nella prospettiva dell'equilibrio economico durevole*, Giuffrè, Milano, 2000.

capo ad un soggetto economico diverso da quello che in precedenza ne deteneva il potere.

È chiaro che non costituisce cessione d'azienda il trasferimento di una pluralità di beni che non configuri un coordinato sistema autonomamente in grado di generare redditi. Tale precisazione deriva dal fatto che nella realtà, soprattutto giuridica, è talvolta incerto determinare se un trasferimento configuri una cessione d'azienda o semplicemente la cessione di una sommatoria di singoli beni<sup>49</sup>.

È da notare, sin da ora, che cessione e conferimento si distinguono, giuridicamente, anche dal seguente motivo: nella cessione il valore dell'azienda o del ramo d'azienda è in ogni caso stabilito dalla libera contrattazione tra le parti, mentre nel conferimento la libera contrattazione tra le parti trova un limite nella forma giuridica della conferitaria; qualora, infatti, il conferimento avvenga nei confronti di società di capitali, il valore del conferimento è stabilito da un perito nominato dal tribunale (conferimento in società per azioni) o da un iscritto nel registro dei revisori (revisore contabile o società di revisione) nel caso di conferimento in società a responsabilità limitata.

---

<sup>49</sup> Per taluni aziendalisti, in rapporto a tale problematica, si dovrebbe parlare più correttamente di cessione d'impresa piuttosto che di cessione d'azienda.

Dal punto di vista giuridico, la cessione ha natura di contratto da provarsi per iscritto; tale contratto, oltre all'esatta individuazione delle parti contraenti e alla disamina più o meno analitica dell'azienda o del ramo da trasferire, deve contenere:

- l'elencazione dei beni componenti l'azienda o il ramo da cedere con l'espressione di un unico valore monetario; il trasferimento riguarda tutti i beni funzionalmente destinati all'esercizio dell'impresa, talché l'esclusione di un singolo bene deve risultare espressamente prevista nell'accordo contrattuale;
- la specificazione dei crediti e dei debiti da trasferire al fine di delimitare i diritti e gli obblighi delle parti contraenti nei confronti di soggetti estranei al rapporto;
- il riferimento ai contratti in corso al fine di rilevare la posizione successoria delle parti stipulanti; la parte cessionaria, infatti, subentra automaticamente in tutti i rapporti in essere in capo al cedente;
- l'importo e le modalità di regolamento del prezzo di cessione;
- la data di decorrenza degli effetti giuridici;

- l'obbligo del cedente di astenersi dallo svolgere attività concorrenziale per il periodo di cinque anni dal trasferimento: divieto di concorrenza;
- le modalità e gli oneri relativi alle volture dei beni immobiliari e le modalità relative allo svincolo se i beni sono gravati da garanzie reali quali pegni ed ipoteche;
- la definizione delle posizioni fiscali, stante l'obbligo del cessionario di rispondere delle imposte non pagate dal cedente;
- l'elezione del foro competente ed il riferimento all'eventuale clausola arbitrale;
- ogni altro elemento utile alla definizione del rapporto contrattuale.

Non basta, però, dal punto di vista giuridico, che i beni oggetto di trasferimento siano legati da un vincolo di unitarietà; occorre, altresì, che la volontà dei contraenti intenda trasferirli come tali.

Nella prassi è inevitabile il ricorso ad una precisa ricognizione, svolta da esperti nominati dalle parti, in merito alle componenti del patrimonio aziendale oggetto di cessione; le risultanze, sotto forma di situazioni patrimoniale ed inventari, sono parte integrante dei contratti di cessione, ed hanno anche la funzione di delimitare le aree di

potenziale contenzioso; il cedente si trova spesso a garantire i valori rappresentati nella situazione patrimoniale, prevedendo, però, che le eventuali sopravvenienze passive e/o minusvalenze di attivo siano dapprima compensate con minusvalenze e/o insussistenze di segno opposto, risultando così oggetto di regolamento soltanto l'eccedenza. L'inserimento della clausola arbitrale garantisce, inoltre, la possibilità di componenti rapidi.

## **2. Due diligence e motivazioni economico-tecniche nel caso di cessione**

Sia nel caso di cessione in senso stretto, sia nel caso di conferimento, si assiste sempre più spesso allo svolgimento di una fase, precedente alla chiusura della trattativa tra acquirente e cedente, che va sotto il nome di “due diligence”; tale fase si sostanzia in un accurato e complesso processo di analisi e controllo dell’impresa oggetto dell’investimento; è una fase che ovviamente va appannaggio dell’acquirente, a cui un team di esperti (giuristi, fiscalisti, economisti d’impresa, ecc.) prospettano la convenienza, i rischi e le potenzialità dell’operazione nonché gli indirizzi da seguire una volta formalizzata la cessione.

La due diligence, mettendo la parte acquirente nelle condizioni di poter valutare il grado di affidabilità della controparte, consente, indirettamente, una prima valutazione dell’azienda oggetto di cessione o conferimento.

I risultati dell’indagine avranno anche influenza sul prezzo definitivamente pattuito e potrebbero consigliare l’adozione delle clausole di garanzia prima menzionate.

La fase della due diligence potrebbe essere promossa, però, anche dalla parte cedente, per conoscere i propri punti di forza competitiva, valutando le risorse di cui dispone, per prevenire eventuali richieste del compratore e per lavorare con uno spirito di minore soggezione, anche rispetto al proprio management.

Tale fase, ovviamente, non è prevista dalla normativa ma sta diventando prassi in tutte quelle operazioni che richiedono ingenti investimenti per l'acquirente e grosse possibilità di speculazione per il cedente.

Nella cessione in senso stretto, ossia nella cessione per vendita, si ha un'impresa che cessa di esistere ed un'altra impresa che nasce o che, come di solito avviene, si espande acquisendo la società venduta; sia il soggetto giuridico, colui che è legalmente responsabile dell'operato aziendale, sia il soggetto economico, colui che effettivamente prende le decisioni ordinarie e strategiche all'interno dell'impresa, cambiano, quindi, nel momento in cui un'impresa viene ceduta.

La circostanza secondo cui il soggetto economico varia nel caso di operazioni di cessione non è di poco conto, sia per comprendere le motivazioni economico-aziendali che spingono il soggetto cedente a



cedere, da un lato, ed il soggetto cessionario ad acquistare, dall'altro, sia perché nella determinazione del prezzo di cessione, pur partendo da una oggettiva valutazione del complesso aziendale da cedere, il peso contrattuale delle parti avrà un ruolo determinante, e tale peso sarà a sua volta condizionato dalle ragioni strettamente economiche che hanno determinato quell'operazione; si vuol dire, con tutto questo, che se da un lato c'è un venditore del complesso aziendale, dall'altro c'è un acquirente dello stesso che ha posto in essere quell'operazione per conseguire obiettivi di crescita.

Le diverse direttrici lungo le quali si muovono i processi di crescita di un'impresa possono così sintetizzarsi<sup>50</sup>:

- espansione dei volumi di vendita in seguito al fatto che si siano intravisti spazi di mercato non ancora sfruttati, senza ricorrere, però, ad una sostanziale modificazione dei prodotti offerti ed operando nei medesimi segmenti di mercato: l'aumento delle quantità prodotte consente di conseguire delle economie di scala e, in alcune circostanze, delle economie d'apprendimento; l'effetto di crescita si rivela particolarmente efficace nel caso in cui, oltre a

---

<sup>50</sup> H. I. Ansoff, *Corporate Strategy*, McGraw Hill, New York, 1965; traduzione italiana: *Strategia aziendale*, Etas, Milano, 1968.

servire spazi non ancora sfruttati, si riescono a “catturare” clienti della concorrenza, incrementando così la propria quota di mercato;

- sempre operando nei medesimi mercati, si procede verso l’allargamento ed il rinnovo della gamma della propria offerta, apportando miglioramenti che rendano i propri prodotti più attrattivi e funzionali, prospettando ai medesimi clienti nuove funzioni d’uso, studiando nuovi prodotti da immettere sul mercato;
- si può cercare di allargare il proprio raggio d’azione, cercando di raggiungere nuovi utilizzatori o nuove aree geografiche con gli stessi prodotti, conseguendo così le relative economie se le risorse di cui si dispone possono essere condivise tra più mercati;
- si rinnova e si sviluppa la gamma di prodotti e, nel contempo, si cerca l’inserimento in nuovi mercati, attuando programmi di diversificazione di vario tipo.

Molto spesso, le acquisizioni aziendali si pongono come strumento assai efficace, spesso l’unico attuabile, per realizzare gli obiettivi di crescita ricordati, i quali si possono riassumere in due ragioni fondamentali: accrescimento del potere di mercato (maggiore

potere di mercato è presupposto per conservare le posizioni raggiunte, accrescere il controllo sul mercato stesso, impedire nuovi ingressi nel settore, sconfiggere i concorrenti ed è, soprattutto, il mezzo per incrementare i ricavi) e conseguimento di incrementi di efficienza, fonti di riduzioni di costo.

Per il cessionario, inoltre, l'acquisizione d'azienda potrebbe essere l'unica strategia d'ingresso in settori nei quali non era dapprima operativo, ciò allo scopo di diversificare i propri investimenti, ovvero, nel caso di acquisizione di azienda appartenente al medesimo settore, l'unica alternativa per accrescere le proprie dimensioni, eliminando potenziali concorrenti.

Con l'acquisizione, spesso, si possono riuscire a combinare i punti di forza della propria struttura con quelli della struttura da acquisire potendo così raggiungere un vantaggio competitivo riscontrabile nel fatto che le sinergie che derivano dall'operazione consentono una crescita strategica, laddove uno sforzo di dotarsi di quelle stesse competenze con le sole risorse a disposizione potrebbe concludersi con un insuccesso, anche perché si potrebbe essere indotti a distogliere l'attenzione dalla possibilità di estrarre, invece, ulteriore valore dalle risorse di cui già si dispone.

Con l'acquisizione, inoltre, si riescono a centrare determinati obiettivi in modo più rapido: è intuitivo pensare che se si vuol disporre di un certo know how è meglio ricorrere, avendone la possibilità, all'acquisizione di un'impresa che di quel know how già dispone piuttosto che mettere in atto processi miranti a costruirlo internamente.

L'ingresso, poi, in alcuni mercati nei quali le barriere all'ingresso sono insuperabili o in cui è richiesta la disponibilità di requisiti di legge o di fatto, ovvero di altre condizioni specifiche difficilmente procurabili, è possibile solo attraverso lo strumento dell'acquisizione aziendale, come già più sopra accennato.

L'acquisizione, infine, potrebbe essere l'unico mezzo per entrare in possesso di nuovi marchi, nuove tecnologie o per eliminare concorrenti.

Se questi sono i vantaggi per il cessionario rispetto a cercare di raggiungere quegli stessi obiettivi potenziando la propria struttura (crescita interna), ci sono anche delle controindicazioni alla crescita per integrazione rispetto alla crescita interna: l'integrazione potrebbe essere apportatrice di risorse non sfruttabili utilmente o costituenti duplicazioni di altre già possedute; la crescita interna, inoltre, consente di destinare ai programmi di espansione soltanto le disponibilità finanziarie effettivamente necessarie, graduandone

importi e tempi di rimborso, a differenza delle acquisizioni in cui non è solo il cessionario a stabilire come regolare il prezzo di cessione; un processo di crescita attuato internamente consente pure di ridurre il rischio di mettere in gioco l'identità profonda dell'impresa, in quanto è attuato gradualmente e compatibilmente con le esigenze e la storia aziendale<sup>51</sup>.

Acquisire un'azienda (continuando a porci dal punto di vista dell'acquirente-cessionario), però, non realizza di per sé l'obiettivo strategico di crescita che si intende raggiungere, ma ne rappresenta solo il presupposto: l'obiettivo si raggiunge solo se la fase post acquisizione si conclude con la effettiva creazione di un maggior valore<sup>52</sup> attraverso l'integrazione del complesso acquisito con quello già esistente.

In realtà, però, possono esserci sia acquisizioni senza integrazioni, sia, ancora, acquisizioni in cui l'integrazione non è il fine ultimo dell'operazione.

Per il cessionario, in alcuni casi, la finalità dell'acquisto, infatti, non è quella di procedere ad accorpamenti (integrazioni) tali da

---

<sup>51</sup> V. Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa*, Utet, Torino, 1988.

<sup>52</sup> M. Mustilli, *Le strategie di sviluppo esterno dell'impresa industriale*, Cedam, Padova, 1990.

generare sinergie, ma è soltanto quella di conseguire la proprietà totale od il controllo di un'impresa cui si intende lasciare ampia autonomia (ad esempio, una holding che intende arricchire e migliorare il proprio portafoglio di partecipazioni); altre volte la mancata integrazione ha un vero e proprio carattere strategico, come nel caso di un'impresa che ne acquista un'altra e non la integra, lasciando le due realtà separate in quanto il mantenimento delle diverse aziende sotto soggetti giuridici distinti può favorire accordi con altre imprese, senza che tali accordi si estendano all'intero complesso di attività gestite; l'autonomia (qui intesa come assenza di integrazione) può aversi, inoltre, nel caso in cui l'acquisto dell'azienda da parte del cessionario sia attuato con soli intenti finanziari e speculativi perché, ad esempio, all'azienda target è riconosciuto sul mercato un valore inferiore a quello reale o perché, semplicemente, il prezzo è vantaggioso in quanto il soggetto economico è fortemente intenzionato a disfarsene.

Il motivo dell'acquisizione per il cessionario, lungi dall'essere l'integrazione, potrebbe, solo per fare alcuni esempi, essere:

- obiettivo di investimento in una fase in cui l'andamento particolarmente favorevole degli affari consente di avere liquidità eccedenti le correnti necessità, tali da far ritenere conveniente un'acquisizione esterna che consenta una

diversificazione piuttosto che tenere quella liquidità disinvestita o conservata per destinarla, successivamente, allo sviluppo dell'attività fino ad allora condotta, giudicata in prospettiva non più interessante;

- decisione del management di accrescere le dimensioni aziendali per innalzare il prestigio, da un lato, e l'ammontare dei propri compensi, dall'altro, senza che l'integrazione venga neppure considerata;
- spinte emotive in seno ai responsabili aziendali che, per "moda" nel settore o per prestigio personale, decidono di acquisire aziende con cui l'integrazione non sarebbe neanche possibile.

È bene, però, precisare che, a differenza di un'acquisizione da proseguire con un'integrazione, solitamente meticolosamente programmata, razionalmente seguita in ogni fase ed avente ad oggetto un'impresa target di cui si conoscono, almeno per grandi linee, pregi e difetti strategici ed operativi in quanto il settore in cui opera (la target) è lo stesso od uno affine a quello della cessionaria, le acquisizioni suddette, dettate da ragioni emotive, obiettivi di prestigio o, ancora, di tornaconto del management possono, a lungo andare, rivelare tutte le conseguenze negative tipiche di uno sviluppo patologico e perseguito

in modo distorto, o perché conseguenti ad un investimento avventato e non programmato, o perché aventi ad oggetto imprese di cui non si riescono a percepire le debolezze.

Se è vero che le acquisizioni di azienda sono finalizzate, per chi acquista, alla crescita o, comunque, alla creazione di maggior valore, è pur vero che anche le cessioni di azienda o di rami di essa, ponendoci finalmente dal punto di vista del cedente, possono essere conseguenti a precisi e razionali programmi strategici.

Un soggetto di grosse dimensioni può trovare conveniente cedere un ramo in perdita della propria impresa, soprattutto quando quell'unità è divenuta non più strategicamente inquadrabile nel contesto generale; in casi patologici, poi, la cessione potrebbe rappresentare l'alternativa alla liquidazione della società, ricorrendo alla cessione di singoli rami d'azienda, con la possibilità, in tal modo, nonostante la situazione di crisi d'impresa, di approssimarsi maggiormente al realizzo dei valori di funzionamento o addirittura di capitale economico delle attività cedute.

In tale situazione, però, il profilo di tassazione della plusvalenza realizzabile, pur potendo la stessa essere differita, può costituire un ostacolo all'utilizzo dell'istituto della cessione di azienda. Tale circostanza, d'altro canto, ha un impatto contenuto nelle cessioni di



rami d'azienda attuate da società in crisi, poiché le stesse presentano, spesso, perdite fiscali con le quali compensare, in tutto o in parte, la plusvalenza generata dall'operazione.

Una cessione potrebbe anche conseguire ad errori compiuti in precedenti programmi di sviluppo, per rimediarne.

Cessioni tipicamente generatrici di valore sono anche quelle poste in essere da imprese diversificate che attuano con continuità ed attenzione programmi di investimento e disinvestimento per migliorare costantemente il valore complessivo aziendale.

La cessione di un ramo d'azienda potrebbe essere indispensabile per recuperare mezzi liquidi per fronteggiare il forte indebitamento o, infine, potrebbe essere la fase successiva di un acquisto speculativo.

In generale, la cessione aziendale trova opportunità di manifestazione se la valutazione delle condizioni economiche attuali e prospettive dell'azienda consentono di individuare un valore da attribuire all'avviamento, consentendo, altresì, di attribuire al complesso di beni aziendali un valore superiore a quello derivante dalla somma delle produttività delle sue singole componenti.

Oltre ai summenzionati motivi squisitamente economico-aziendali, ce ne sono altri di tipo personale: l'imprenditore ha perso

energia decisionale, non è più incoraggiato sulle prospettive future dell'attività svolta, si sente perdente nei rapporti competitivi o vuole indirizzare il proprio impegno verso altre forme di business più confacenti alle proprie nuove passioni; un altro motivo di cessione potrebbe essere rappresentato, infine, dal verificarsi di sopravvenuti insanabili contrasti tra i soci.

### **3. Il bilancio di cessione**

A ben vedere, non sembra esistere un vero e proprio obbligo giuridico di compilazione di un apposito bilancio straordinario nel caso di cessione di azienda da parte di una società commerciale in normale svolgimento.

Ciò non significa che un tale bilancio non possa o non debba essere redatto; è sicuramente da un bilancio straordinario di cessione che bisogna partire per effettuare la valutazione del capitale economico dell'impresa e, successivamente, determinare il prezzo di cessione.

In particolare, la funzione del bilancio straordinario di cessione è quella di dare rappresentazione del capitale economico dell'impresa ceduta.

Al bilancio di cessione possono essere applicati, in linea di massima, i criteri vevoli per il bilancio di esercizio per quanto riguarda la struttura, la nomenclatura e la classificazione delle voci; non lo stesso dicasi per il contenuto del bilancio di cessione: nell'attivo dello stato patrimoniale non troveranno spazio i "costi pluriennali" a cui non corrispondono utilità future; se il metodo di valutazione è quello misto patrimoniale-reddituale, non troveranno menzione, all'attivo, neanche i beni immateriali la cui valutazione

viene considerata indirettamente con la determinazione dell'avviamento (costi di ricerca e sviluppo, ad esempio); le immobilizzazioni dovranno essere iscritte per il loro valore netto, senza riportare i fondi al passivo; le quote ideali del netto (capitale sociale, riserve, utili o perdite a nuovo) saranno sostituite da un'unica voce, tipo "Valore netto dell'impresa ceduta" o "Capitale netto di cessione" pari alla differenza tra il valore di tutte le voci inserite all'attivo ed il valore di tutte le voci inserite al passivo.

I criteri di valutazione applicabili per la redazione del bilancio di cessione sono i valori correnti di mercato per le attività patrimoniali (costi attuali di riacquisto o di ricostituzione, valori netti di realizzo) ed i valori attuali di estinzione per le passività.

In pratica, la redazione del bilancio di cessione comporta l'evidenziazione di tre distinti gruppi di valori:

- a. il valore delle attività cedute e delle passività accollate;
- b. il valore dell'avviamento;
- c. il prezzo di cessione.

Il valore economico del capitale dell'azienda si configura come presunto valore di scambio, cioè rappresenta un valore di riferimento da cui prendono avvio le fasi contrattuali per la negoziazione dell'effettivo prezzo di cessione; il prezzo di cessione costituisce,

quindi, l'esito conclusivo e combinato di due ordini di variabili: le condizioni oggettive di negoziazione e, ancor più, le condizioni soggettive di negoziazione.

Tra le condizioni soggettive di negoziazione che possono influire sulla determinazione del prezzo di cessione, facendolo discostare dal valore economico del capitale, si ricordano, ad esempio, la necessità del cedente di trasferire la propria azienda per raggiunti limiti di età ed impossibilità di continuazione da parte dei probabili successori, ma anche elevato fabbisogno finanziario che induce l'imprenditore a trasferire la propria azienda a soggetti dotati di maggiore disponibilità. Altre condizioni che possono influire indirettamente sul prezzo sono la presenza di altri eventuali concorrenti interessati al trasferimento e l'efficienza economico-tecnica del parco immobilizzi dell'impresa oggetto di cessione.

Deve esserci l'incontro tra le condizioni di negoziazione dell'acquirente e del cedente affinché si possa addivenire alla conclusione della trattativa; ci deve essere, cioè, un'area della contrattazione, la quale si avrà solo se il valore minimo a cui il cedente è disposto a vendere l'azienda o il ramo d'azienda è minore del valore massimo a cui l'acquirente è disposto ad acquistare; in caso

contrario, ci sarà incompatibilità tra le esigenze di cedente e cessionario.

Lo stesso valore di partenza, cioè il valore economico del capitale inteso come grandezza teorica, astratta e relativa, può assumere una diversa configurazione in relazione al soggetto preposto all'effettuazione della stima, all'interesse verso cui la stessa è orientata, alle motivazioni che ispirano il processo valutativo ed al risultato che ci si prefigge di raggiungere.

Anche da qui può derivare l'assai spesso profonda e sostanziale differenza sussistente tra il valore del capitale economico ed il prezzo praticato, rinveniente nelle condizioni soggettive di valutazioni tra le quali si annovera il diverso atteggiarsi delle parti contraenti, in termini di forza contrattuale e di abilità negoziale, di effettiva divergenza di posizione, di interessi economici e non dei soggetti contraenti.

Nella determinazione del prezzo di cessione il cedente deve considerare anche l'aspetto fiscale; nella cessione d'azienda, infatti, la fiscalità relativa alle plusvalenze è immediata, in quanto essendo l'azienda medesima oggetto di trasferimento, dette plusvalenze da un lato si manifestano per effetto dell'operazione stessa in capo al cedente, dall'altro incrementano i valori dei beni ceduti, che quindi entrano a far parte della sfera economica del cessionario a valore non

già di libro ma di negoziazione: nessuna plusvalenza latente viene trasferita al cessionario, il cedente, invece, deve attentamente considerare e pianificare gli aspetti fiscali relativi alla cessione e degli stessi deve tener conto nella formulazione del prezzo in sede negoziale.

Nel processo valutativo del capitale economico si prescinde, inizialmente, da tali condizioni soggettive, per legarsi a quelle obiettive di negoziazione, vale a dire a quelle che esprimono il valore che oggettivamente potrebbe attribuirsi all'azienda avviata, astraendo dall'influsso, peraltro inevitabile, delle accennate condizioni soggettive.

Le diverse scelte metodologiche presentano differenti gradi di validità oggettiva e razionale e di approssimazione alla realtà; ciò a causa della diversa motivazione e delle differenti caratteristiche del soggetto che effettua la valutazione.

La determinazione del valore economico del capitale di impresa presenta un'utilità strumentale, particolarmente nell'ipotesi di cessione di complesso economico funzionante, laddove tale valutazione rappresenta una necessaria base teorica per la

negoziazione del prezzo effettivo, a sua volta influenzato da altre importanti variabili<sup>53</sup>, già più sopra riportate.

Nella scelta del metodo ritenuto più idoneo al perseguimento del prefissato obiettivo, la competenza professionale ed il giudizio soggettivo del preposto alla valutazione assumono un'importanza determinante in considerazione dei riflessi della scelta stessa sul grado di attendibilità del risultato peritale.

La valutazione di un complesso aziendale può condurre, come sappiamo, a differenti risultati in funzione del metodo scelto<sup>54</sup>; le possibili alternative comportano, infatti, una diversa impostazione logica che si traduce in differenti determinazioni quantitative in considerazione di divergenti elementi utilizzabili nei modelli rappresentativi e di diversi legami funzionali espressi da relazioni algebriche.

Tra i metodi di valutazione del capitale economico analizzati nel capitolo precedente, si ritiene che siano più confacenti alle ipotesi di cessione (e di conferimento) il metodo reddituale di valutazione del

---

<sup>53</sup> G. Paolone, *Gli istituti della cessazione aziendale – Cause originatrici e forme di manifestazione*, Franco Angeli Editore, Milano, 2008.

<sup>54</sup> Per le difficoltà di valutazione, i metodi di valutazioni più opportuni in determinate circostanze piuttosto che in altri e per tutto quanto riguarda le variabili che influenzano la scelta del metodo di valutazione si rinvia al capitolo I di questo lavoro.



capitale economico e quello misto reddituale-patrimoniale, in quanto, il più delle volte, il trasferimento del complesso aziendale comporta la preliminare assegnazione unitaria del suo valore economico, tenendo conto dei redditi di futura conseguibilità.

Allorché il valore dell'azienda, determinato con il metodo reddituale (in una delle diverse varianti riportate nel capitolo precedente) o con il metodo misto, risulti essere maggiore della somma dei valori che singolarmente compongono il capitale di funzionamento<sup>55</sup> (Capitale economico > Capitale di funzionamento),

---

<sup>55</sup> Il patrimonio aziendale o capitale aziendale è il complesso di beni economici, materiali ed immateriali, e di servizi a disposizione di diritto e/o di fatto dell'imprenditore per l'attuazione della produzione. Dalla nozione di capitale esposta bisogna enucleare un'altra quando si passi a considerare i valori attribuiti ai beni ed ai servizi: si ha così la nozione di capitale intesa come fondo di valori; capitale che, se riferito alla somma dei valori attribuiti ai soli elementi patrimoniali attivi prende il nome di <<capitale (o patrimonio) lordo>>, mentre se dal valore complessivo di esso si detraggono i debiti e le altre passività viene denominato <<capitale (o patrimonio) netto>>; il primo concetto identifica un complesso di beni e servizi, il secondo esprime un concetto puramente quantitativo, astratto. Il capitale netto all'atto della costituzione di una società è ovviamente formato dal solo capitale sociale, pari al valore netto dei conferimenti iniziali dei soci; successivamente il capitale netto diverge dal capitale sociale perché quest'ultimo è incrementato dalle quote o parti ideali attive del Netto: riserve sia di utili che di capitale, utili di precedenti esercizi non distribuiti né collocati tra le riserve, utili in corso; le eventuali perdite in sospeso sono parti ideali passive del Netto e riducono il patrimonio netto. Solo inizialmente il capitale corrisponde qualitativamente e quantitativamente ai singoli beni e servizi conferiti dai soci.

Il capitale delle imprese è, dunque, uno strumento per attuare la produzione e la sua nozione è strettamente legata a quella dell'azienda come complesso funzionante e destinato a continuare a funzionare per un periodo di tempo potenzialmente indefinito; da qui la nozione di <capitale di funzionamento> o <capitale di gestione>: esso è il capitale che si rileva annualmente nel bilancio di esercizio, una delle possibili configurazioni di capitale dell'impresa, non l'unica. Il capitale di funzionamento è, quindi, lo strumento per la produzione del reddito e viene determinato in base ai criteri di valutazione prudenziali già esaminati nel precedente capitolo.

Molto diverso sia nella natura che nella determinazione è il capitale di cessione.

tale maggiore valore, che segna la condizione legata all'efficienza o alla forza organizzativa dell'azienda, prende il nome di avviamento.

Il valore di avviamento, pur potendo avere una sua autonomia giuridica, non può assumere una propria autonomia economica, non trovando una configurazione separata dall'azienda, senza la quale non può costituire oggetto di scambio. Ed è proprio in caso di cessione che, per definizione, l'avviamento può manifestarsi come elemento autonomamente valutabile, inteso come il palesarsi della riserva occulta, che fin lì non ha potuto trovare collocazione nel bilancio di funzionamento del cedente.

Solo il soggetto cessionario che realmente abbia pagato un prezzo di cessione che sia superiore alla sommatoria algebrica dei valori rivalutati e rivisti delle attività e delle passività trasferitegli in caso di cessione o conferimento d'azienda può iscrivere nel proprio bilancio il valore di avviamento, laddove invece se lo stesso soggetto effettuasse ad un dato momento una valutazione del proprio capitale economico e quest'ultimo risultasse maggiore del capitale di funzionamento rivalutato, la differenza, essendo avviamento originario, cioè autogenerato e non oggetto di trasferimento da un complesso ad un altro, non potrebbe essere in nessun caso palesata in bilancio.

Anche in virtù di questo, il procedimento che più degli altri si ritiene applicabile e giustificativo del valore di avviamento sembra poter essere quello della preventiva attualizzazione del reddito medio futuro e del conseguente maggior valore da essa risultante rispetto a quello derivante dalla somma algebrica delle singole attività e passività.

Le motivazioni soggettive più sopra evidenziate, che come detto conducono alla formazione di un prezzo di cessione diverso dal valore teorico espresso dalla redditività futura dell'azienda, fanno sì che il valore effettivo dell'avviamento, difficilmente coincidente con quello teorico segnato dalla differenza tra il valore economico del capitale e quello di funzionamento desumibile dal bilancio chiuso al momento del trasferimento, deriverà dallo scostamento tra l'effettivo prezzo e la sommatoria dei valori attivi e passivi del capitale di funzionamento che presenta l'azienda al momento della cessione.

Anche nelle ipotesi di "complesso" mancante di redditività può, comunque, supporre la pattuizione di un prezzo di cessione superiore al valore dell'azienda in funzionamento, se e nella misura in cui il cessionario ritenga che, a seguito di nuovi apporti, sia capace di produrre reddito e che l'acquisizione dello stesso complesso aziendale gli consenta, nel contempo, di fare previsioni circa il recupero del

capitale investito attraverso un eventuale successivo trasferimento. Non è da escludere, in altri termini, l'ipotesi della configurazione di un valore di avviamento anche nel caso di cessione di aziende in perdita; e ciò in considerazione della rilevanza che può assumere la prospettiva di apporto nell'azienda acquisita di nuovo capitale, al fine di risanarla e di metterla in condizione di produrre reddito.

Il difficile processo di valutazione del capitale economico di un complesso oggetto di cessione o di conferimento diventa ancor più complesso nel caso di valutazione di rami d'azienda, particolarmente per la difficoltà di identificazione, all'interno di un complesso sistema quale è l'azienda, di un sottosistema dotato di caratteri di indipendenza economica ed autonomia gestionale. A parte il caso di aree strategiche d'affari facilmente identificabili, molto spesso bisogna ricorrere all'utilizzo di congetture per poter delimitare un ramo dell'azienda rispetto al resto del sistema aziendale e valutare, poi, il ramo dapprima determinato.

Nel caso di determinazione del valore di un ramo d'azienda sembra, ad avviso di chi scrive, più opportuno ricorrere al metodo misto, dando un valore approssimativo al goodwill, piuttosto che ricorrere al metodo reddituale puro per le difficoltà di determinazione dei risultati economici storici attribuibili con precisione al ramo da

valutare. Attribuire una quota dei risultati conseguiti dall'azienda in tempi passati ad una singola area d'affari è procedimento malcerto e dai risultati necessariamente approssimati, stante la unitarietà del concorso di tutti i valori alla determinazione dei risultati di sintesi di impresa.

Per le valutazioni da effettuare nel bilancio di cessione si può seguire un approccio analitico, in cui ogni componente patrimoniale verrà iscritto in bilancio per il valore che gli è stato attribuito nel corso del processo valutativo e l'avviamento verrà iscritto per un valore autonomo, oppure un procedimento sintetico, in cui il "valore unico" attribuito al capitale dell'azienda verrà frazionato per essere distribuito -algebricamente- tra i componenti attivi e passivi e l'avviamento sarà iscritto per un valore corrispondente alla differenza tra il prezzo di cessione ed il valore del capitale netto contabile.

Il bilancio straordinario di cessione dà dunque evidenza del capitale di cessione, configurazione che assume il capitale d'impresa nelle ipotesi in cui l'azienda, come complesso economico funzionante, viene ceduta o viene conferita in altro soggetto funzionante o di nuova costituzione. Esso non viene determinato con i criteri prudenziali con cui è determinato il capitale di funzionamento ed è la massima espressione del capitale di impresa, la configurazione più ricca di

componenti perché comprende anche quegli elementi patrimoniali che non possono essere iscritti nel bilancio d'esercizio: avviamento conseguito nel tempo dall'impresa con la propria attività (avviamento originario), situazioni possessorie, prestazioni di lavoro dei soci, diritti (reali e personali) di godimento, aspettative di diritto, segreti di fabbricazione ed altre entità immateriali (ditta, licenze, ecc.).

La configurazione di capitale di cessione è presente anche in altre operazioni di gestione straordinarie diverse dalla cessione d'azienda e dal conferimento d'azienda, come la fusione e la scissione, parziale o totale, di società: sia la fusione, specie per incorporazione, sia la scissione, allorquando, in particolare, le beneficiarie siano società già esistenti, infatti, dal punto di vista economico possono essere assimilate nella maggior parte dei casi ad un conferimento d'azienda in società, perché anche in questi due casi il corrispettivo dell'azienda trasferita alla società incorporante o alle società beneficiarie è rappresentato da azioni o quote di esse.

A proposito di valutazione e di metodologie utilizzabili nelle varie operazioni straordinarie di gestione, c'è da dire che, l'operazione di cessione d'azienda comporta problematiche di valutazione sì complesse, in quanto strettamente connesse alla tipologia dell'azienda oggetto di trattativa ed alle particolari condizioni del mercato e dei

rapporti di forza contrattuale tra le parti, ma in un certo senso relativamente univoche: non si riscontrano, infatti, nella cessione d'azienda le difficili comparazioni tra valori di complessi aziendali differenti, necessarie quando l'operazione comporta una combinazione tra imprese (conferimento in impresa già esistente, fusione, scissione per incorporazione). Nella valutazione del capitale economico di un'impresa da conferire, ad esempio, non si può prescindere dalla considerazione del potenziale del complesso aziendale considerato all'interno della più generale combinazione economica risultante dall'operazione. Tali considerazioni in merito alla necessità di valutazioni per così dire "comparate", nel caso di cessione risultano irrilevanti a causa del venir meno, come già evidenziato, di rapporti di tipo formale tra cedente e cessionario.

Il bilancio straordinario di cessione, infine, non deve essere necessariamente composto anche dal conto economico e dalla nota integrativa ed i valori che trovano collocazione tra le attività e le passività del bilancio di cessione non trovano un collegamento con la contabilità della società, che continua ad essere tenuta a valori storici.

#### **4. Gli aspetti contabili della cessione d'azienda**

In sede di trasferimento di complessi aziendali, in via preliminare rispetto alle altre operazioni di tipo puramente contabile, occorre determinare, in capo al cedente, il risultato economico della gestione relativa al periodo compreso fra l'inizio dell'esercizio e la data in cui ha effetto la cessione, pervenendo così alla situazione contabile che segna l'inizio delle rilevazioni di cessione.

In tal modo, però, con la rilevazione del risultato di esercizio si determina un capitale che è ancora di funzionamento, riferito alla data di cessione.

Bisogna, poi, eliminare quelle poste (fondi) esprimenti rettifiche di attività patrimoniali (immobilizzazioni, rimanenze, crediti, titoli) con scritture in partita doppia in cui vengono addebitati i conti aperti ai fondi ammortamento, al fondo svalutazione magazzino, al fondo svalutazione crediti e rischi su crediti, al fondo oscillazione titoli, e accreditati, rispettivamente, i conti aperti alle relative immobilizzazioni, alle rimanenze finali di magazzino, ai crediti ed ai titoli; occorrerà, quindi, procedere alla valutazione, al valore corrente, delle singole attività, già contabilmente rettificata con le scritture appena ricordate; tale valutazione comporterà variazioni aumentative e/o diminutive da apportare ai valori di bilancio; tali variazioni si



faranno transitare in un conto avente funzionamento bifase che potrebbe denominarsi “Rettifiche di cessione”: se, ad esempio, si ritiene che il valore corrente degli immobili è superiore al valore netto contabile (cioè al netto del fondo, stornato con la scrittura di cui si è detto) verrà effettuata una scrittura contabile in cui il conto aperto agli Immobili verrà addebitato per la differenza tra valore corrente e valore netto contabile, e per lo stesso importo verrà accreditato il conto “Rettifiche di cessione”; viceversa, il conto “Rettifiche di cessione” sarà addebitato nel caso di annullamento di quelle poste, per lo più rappresentate da oneri pluriennali, che non hanno più ragione di esistere; la contropartita, nella sezione “avere”, sarà rappresentata, nel caso, dal conto “Oneri pluriennali da ammortizzare”. La scrittura successiva avrà come oggetto la rilevazione dell’avviamento e si sostanzierà nell’addebitamento del conto “Avviamento” e nell’accredito del conto già utilizzato per le altre operazioni di rilevazione della cessione “Rettifiche di cessione”.

A questo punto, le poste ideali del netto (capitale sociale, riserve, utile di periodo) unitamente al saldo del conto “Rettifiche di cessione” (il più delle volte il saldo di tale conto sarà incrementativo del netto) saranno chiuse al conto “Capitale netto di cessione” tramite giroconto.

Seguiranno, sempre nella contabilità del cedente, le due scritture di chiusura delle attività, ivi compreso l'avviamento, e di chiusura delle passività; nel primo caso -chiusura delle attività- verrà addebitato un conto numerario intestato al soggetto (individuale o società) cessionario ed accreditati tutti i conti aperti alle attività per il loro valore di saldo post rettifiche, nel secondo caso -chiusura di tutte le passività- verranno addebitati tutti i conti aperti alle passività per i loro rispettivi valori di saldo ed accreditato il conto numerario intestato al soggetto cessionario, il cui saldo, dopo le due operazioni di chiusura delle attività e delle passività, sarà pari al credito che il cedente vanta nei confronti del cessionario per l'avvenuta cessione; al momento del pagamento del prezzo di cessione anche tale conto si chiude e gli unici due conti rimasti accesi saranno il conto esprimente l'aumento di liquidità in seguito all'incasso del prezzo di cessione ("Cassa", "Banche c/c", Cambiali attive") ed il conto "Capitale netto di cessione": il primo esprime un saldo di dare, l'altro un saldo di avere; l'ultima scrittura è quella con cui vengono girocontati, e chiusi, i due conti ancora accesi: tale scrittura non fa altro che esprimere il rimborso del capitale finale al soggetto trasferente.

In capo al cedente, quindi, come visto, gli elementi di patrimonio vengono stornati avendone come contropartita il credito

verso il cessionario, pari quest'ultimo al prezzo risultante da un processo di valutazione e negoziazione: la scrittura registra in “dare” i valori del passivo oggetto di cessione ed il credito verso il cessionario, ed in “avere” i valori delle attività cedute, avviamento compreso.

Il cessionario iscriverà nella propria contabilità le attività, compreso l'avviamento, e le passività ricevute al loro valore corrente determinato per la cessione; per differenza rileverà il prezzo di cessione come debito nei confronti del cedente; il conto aperto al debito verso il cedente risulterà spento non appena il cedente provvederà a pagare l'unica o ultima tranche del prezzo di cessione secondo le modalità stabilite tra le parti e previste nel contratto di cessione.

Taluni problemi di non immediata soluzione potrebbero sorgere nel caso in cui, come spesso avviene nel caso di acquisizione in sede di procedure concorsuali, il prezzo risulta determinato unitariamente e non con riferimento ai singoli elementi patrimoniali dell'azienda. In tal caso sarebbe opportuno, a parere di chi scrive, procedere ad una ricostruzione delle determinanti del prezzo nel modo più analitico possibile, avvalendosi sia della documentazione relativa ai beni acquisiti, sia delle valutazioni effettuate in sede di acquisizione, tenendo conto delle eventuali distorsioni da

negoziazione. È opportuno, se non addirittura necessario, ricorrere, in casi siffatti, il quale possa, effettuata la più analitica e ragionevole ricostruzione delle determinanti del prezzo, formalizzare la stessa; il cessionario, in tal modo, riduce il rischio di eventuali contestazioni sull'arbitrarietà della ripartizione del prezzo di cessione, non ultimo ai fini fiscali.

## **5. Le finalità dell'operazione di conferimento**

L'operazione di conferimento, già brevemente delineata all'inizio di questo capitolo, è altra operazione connotata da tutti i problemi di valutazione tipici delle operazioni straordinarie di gestione.

Essa, poco utilizzata fino alla fine degli anni Novanta perché fiscalmente non molto vantaggiosa, può essere assimilata, per molti versi, all'operazione di scissione: mentre il conferimento, però, può essere effettuato anche da una ditta individuale, la scissione può avvenire solo ad opera di una società; con il conferimento, inoltre, la società conferente resta in vita e lascia inalterato il valore del proprio patrimonio, mentre nel caso di scissione, se questa è totale, la società che si scinde cessa di esistere, se la scissione è parziale la società scissa vede ridursi il proprio patrimonio netto in quanto il corrispettivo dei beni ceduti alla beneficiaria è rappresentato da azioni o quote da attribuire ai soci della società scissa e non a quest'ultima.

Dal punto di vista della cessionaria, il conferimento è assimilabile alla fusione in quanto entrambe le operazioni si concludono con l'integrazione delle risorse e dei patrimoni di almeno due aziende.

L'operazione di conferimento realizza, il più delle volte, il sostanziale trasferimento di un ramo d'azienda; in conseguenza di ciò devono essere estesi al conferimento gli effetti giuridici relativi alla cessione d'azienda: ci si riferisce, in particolare, al regime della successione nei contratti e nei crediti e nei debiti. Le problematiche che da tali effetti derivano possono rappresentare il deterrente all'effettuazione di operazioni pur valide dal punto di vista economico-aziendale.

Lo sviluppo aziendale a cui si è accennato nelle pagine precedenti non è da confondere con la mera crescita dimensionale dell'impresa ma va inteso in doppio senso, sia come ampliamento delle dimensioni aziendali, quando un tale circostanza è fonte di economie di scala, di apprendimento, di espansione e di scopo<sup>56</sup>, sia come ridimensionamento e razionalizzazione dell'attività di un'impresa: l'operazione di conferimento ha il pregio di contenere al suo interno entrambe le finalità; per la conferente che distoglie dal suo complesso sistema aziendale un ben individuato ramo d'azienda si ha il vantaggio del ridimensionamento, per la conferitaria che il conferimento lo riceve si determina una crescita dimensionale che, se

---

<sup>56</sup> S. Sciarelli, *Economia e gestione delle imprese*, Cedam, Padova, 2001.

seguito da un'attenta integrazione dei patrimoni, si tramuta in sviluppo aziendale.

È insito nell'operazione di concentrazione il rischio che la conferitaria non riesca a gestire le problematiche di carattere organizzativo legate all'integrazione dei patrimoni e, quindi, delle differenti culture aziendali; ed è dalla capacità di gestire tali problematiche che dipende il successo dell'operazione stessa<sup>57</sup>. Molto spesso, la variabile critica di successo dell'operazione di conferimento è rappresentata proprio dal grado di resistenza al cambiamento organizzativo espresso dai soggetti che compongono l'assetto organizzativo delle aziende coinvolte, resistenza spesso determinata dall'incertezza e dal timore di fronte al cambiamento; in virtù di ciò, può risultare opportuno, preliminarmente all'integrazione, attuare tecniche di coinvolgimento atte a prevenire il sorgere di conflitti organizzativi.

Il conferimento, dunque, agendo nella duplice direzione della disaggregazione di un patrimonio, da un lato, e della concentrazione di patrimoni, dall'altro, è operazione straordinaria che consente alle

---

<sup>57</sup> G. E. Colombo, *Fusioni, acquisizioni e scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali*, EGEA, Milano, 1992.

imprese partecipanti di ricercare, attraverso l'operazione stessa, la propria dimensione ottimale.

Un'azienda di grandi dimensioni, per razionalizzare le proprie attività e concentrarsi sul proprio core business, ricorrerà al conferimento di un proprio autonomo ramo d'azienda per ridurre i problemi gestionali; in seguito al conferimento, infatti, la conferente avrà lo stesso patrimonio netto, in quanto sostituirà al valore dei vari elementi ceduti attivi e passivi il valore della partecipazione nella società conferitaria, ricevuta in cambio del conferimento, ma un minore patrimonio da gestire operativamente, in quanto una parte dell'attività non verrà più svolta dalla conferente; se il ramo d'azienda non è precisamente identificabile, l'operazione perde i connotati del conferimento e viene riguardata, giuridicamente, come conferimento di un complesso di singoli beni.

Per la conferente, l'operazione di conferimento configura, dunque, sicuramente una finalità di ordine strategico tendente alla riorganizzazione ed al ridimensionamento dei confini attuali dell'azienda, da cui possono discendere i seguenti vantaggi:

- dimensioni ridotte, che consentono un decentramento di compiti e decisioni;



- decentralizzazione in atto, che consente di dare autonomia giuridica ad unità già autonome strategicamente;
- diversificazione degli investimenti senza necessità di alienare l'intera impresa;
- concentrazione sul proprio core business, dove si possiedono capacità distintive e dove si può contare su tradizionali posizioni di vantaggio, allo scopo di accentuare e consolidare una specializzazione che si giudica di successo, e conseguente riduzione del rischio complessivo d'impresa (dismissione di aree indebolite, non remunerative o addirittura fonti di perdita; eliminazione di aree o rami aziendali non più compatibili con la formula imprenditoriale aziendale complessiva o addirittura operanti in settori e mercati tra loro non collegati; affidamento di attività secondarie a dirigenti giovani per responsabilizzarli rispetto ai risultati della gestione di un determinato ramo d'azienda<sup>58</sup>; quotazione in borsa di un ramo d'azienda di cui si prevede il gradimento da parte degli investitori anche per fini speculativi): in questo modo

---

<sup>58</sup> F. Gardi, *Fusioni ed altre combinazioni di impresa. Finalità e tecniche di realizzazione*, EGEA, Milano, 1990.

si riesce spesso a rendere più razionale lo svolgimento di funzioni importanti, a migliorare i processi di programmazione e controllo, a gestire meglio il personale, a conferire una maggiore flessibilità all'azienda sotto il profilo produttivo e commerciale.

Per la società conferitaria, l'operazione può essere motivata da:

- strategie di crescita dimensionale ed esigenze di creazione di organismi di dimensioni superiori;
- esigenza di ingresso in nuovi mercati, esplorazione di nuove attività senza abbandonare o trascurare quelle tradizionali e senza impegnare tutte le risorse.

Qualora la società conferente trasferisca tutti i beni caratteristici, essa trasforma la propria natura da società commerciale a impresa finanziaria, o holding, la cui unica attività è quella di gestione delle partecipazioni; una tale scelta consente di concentrarsi sulle strategie, sulle politiche del gruppo e su determinate funzioni comuni quali l'approvvigionamento delle risorse finanziarie e la gestione dei servizi legali, delegando, così, i compiti di natura operativa alle società conferitarie.

Se il conferente è un imprenditore individuale che decide di conferire l'intera azienda, il trasferimento dell'intera azienda potrebbe rappresentare un'alternativa alla cessione ed averne le stesse motivazioni: una capacità competitiva non più recuperabile, ad esempio, ed il tentativo di salvare l'azienda, ma al tempo stesso, rinunciando ad un corrispettivo in denaro, conservare una cointeressenza, seppur minoritaria, nella realtà di destinazione, dove si presume che l'azienda possa essere gestita meglio o possa ritrovare, comunque, risorse, anche umane, in grado di recuperarne il valore.

In generale, il conferimento d'azienda può anche essere la conseguenza di un'operazione di integrazione o aggregazione precedente, rivelatasi sbagliata o mal progettata; può essere, però, anche la fase successiva di una fusione brillantemente conclusasi ma che occorre completare proprio con la dismissione di aree non inquadrabili nella nuova realtà in modo economicamente vantaggioso.

Il conferimento d'azienda può essere finalizzato anche a facilitare ed agevolare il ricambio generazionale. Grazie all'operazione in oggetto, infatti, un imprenditore può suddividere l'azienda in rami aziendali autonomi, da assegnare ai propri figli o familiari, mantenendo, comunque, la proprietà ed il controllo delle aziende conferite. Egli, in tal modo, potrà verificare le capacità

imprenditoriali e manageriali dei propri figli ed in seguito potrà anche cedere loro definitivamente la proprietà delle aziende scorporate.

In determinati periodi è possibile approfittare di vantaggi fiscali e ricorrere all'operazione di conferimento per rivalutare i beni aziendali senza oneri tributari, permettendo all'azienda conferitaria di computare maggiori ammortamenti in futuro sui beni oggetto di conferimento.

L'operazione, ancora, potrebbe rappresentare un momento di più articolati disegni economici-finanziari; si cede, ad esempio, tramite conferimento, l'intera azienda e del corrispettivo in azioni o quote ricevuto se ne conserva la maggioranza, la restante parte viene venduta a terzi e con quanto realizzato si acquistano quote di altre imprese o si attuano nuovi investimenti; questi, a loro volta, potranno poi formare oggetto di altro conferimento, e così via.

## **6. Problematiche di valutazione e bilancio di conferimento**

L'operazione di conferimento richiede la valutazione dell'azienda oggetto del trasferimento.

Anche qui, come nel caso della cessione, il valore determinato è un valore di riferimento, di partenza per giungere al prezzo di conferimento, sulla cui determinazione, senza ripetere tutte le considerazioni svolte nel caso della cessione, influiscono svariate variabili oggettive e soggettive.

A differenza della cessione, contropartita del trasferimento non è, nel conferimento, un prezzo in denaro, bensì l'aumento di capitale della conferitaria: è l'assemblea straordinaria della conferitaria che delibera l'aumento di capitale sociale, con la determinazione del prezzo delle nuove azioni in base al valore del patrimonio netto della conferente, valore che, lungi dall'essere il valore di libro, è un valore corrente, cioè effettivo; per questo è importante individuare i beni ed i diritti valutabili, verificando l'effettiva consistenza dei medesimi<sup>59</sup>. La

---

<sup>59</sup> In virtù del fatto che il capitale sociale rappresenta la primaria garanzia per i terzi e che il conferimento rappresenta, in valore, la parte di capitale sociale sottoscritta da uno dei soci, non sarebbero ammissibili conferimenti di beni non espropriabili (teoria del capitale come garanzia per i terzi); se, invece, si considera il conferimento come operazione che consente l'approntamento dei mezzi necessari per l'esercizio d'impresa, può essere conferito qualsiasi bene idoneo al conseguimento dell'oggetto sociale (teoria del capitale con funzione di produttività). Il

verifica dei beni e dei diritti valutabili è, dunque, la prima operazione che il soggetto valutatore deve effettuare. A tal proposito, è indiscutibile l'inclusione di quei beni immateriali che si presentano ben distinguibili e trasferibili ed a cui è assegnabile un autonomo valore, quali brevetti, opere dell'ingegno e marchi; altri beni, quali i costi di formazione e selezione del personale, non possedendo un'autonoma rilevanza, sono opportunamente considerabili inclusi in un ampio e residuale valore di avviamento. Secondo la teoria del capitale inteso come complesso avente la funzione di produttività di un reddito (teoria meglio riportata in nota), l'avviamento è sicuramente iscrivibile in caso di conferimento, badando, però, a che ogni elemento immateriale che si intende includere tra le attività risponda al requisito della attendibile valutabilità autonoma; il valore dei beni immateriali non aventi tale requisito saranno considerati nel generico valore di avviamento, per l'iscrizione del quale, naturalmente, occorrono prospettive di reddito future ragionevolmente stabili ed attendibili.

---

capitale sociale, però, deve essere opportunamente considerato come un complesso di valori di entità e composizione variabili, atto ad assicurare all'impresa quell'equilibrio economico e quell'equilibrio finanziario che costituiscono l'unica, vera garanzia per i creditori, e non come un complesso di beni che deve assicurare ai finanziatori il recupero dei loro crediti, eventualmente con la liquidazione della società. Nell'ambito di un'operazione straordinaria di gestione quale è il conferimento, più che in altri casi, è certamente da preferire questa teoria che considera il capitale con funzione di produttività.

Visto, però, che con frequenza crescente accade che si ricorre ad operazioni di conferimento proprio per trasferire risorse intangibili, intese come fattori determinanti per il valore dell'azienda, per la loro redditività e per il loro successo sul piano competitivo, tale principio tecnico deve essere attentamente applicato e non rigidamente seguito in tutte le circostanze.

Inopportuno è il dibattito sulla “conferibilità” di tali beni immateriali, nel senso che il dibattito può porsi per la loro conferibilità autonoma e per la loro valutazione all'interno del patrimonio netto rivalutato, ma è sterile quando si parla di conferimento d'azienda: se per certi elementi sorgono perplessità circa la possibilità di assegnare loro un autonomo valore, non per questo se ne può impedire il loro conferimento insieme agli altri elementi che dell'azienda sono parte integrante; negare la loro visibilità non significa, a parere di chi scrive, negare la loro esistenza ma soltanto confermare che il loro valore si trova compreso in quello generico di avviamento; e, ancora, se la misura dell'avviamento è, a sua volta, contenuta, quei valori non rilevati ma effettivamente esistenti (e in quanto tali conferiti), danno luogo a riserve latenti.

La valutazione del complesso conferito avviene, come già precedentemente accennato, ad opera di un esperto designato dal

tribunale se la conferitaria è una società per azioni oppure ad opera di un revisore (o società di revisione) scelto dalle parti se la conferitaria è una società a responsabilità limitata; se la conferitaria è una società di persone la valutazione del complesso conferito, da cui deriva, poi, il prezzo di conferimento, è rimessa alla libera contrattazione delle parti.

È evidente che la relazione di stima dell'esperto nominato dall'autorità giudiziaria o dalle parti non è altro che un vero e proprio bilancio straordinario, secondo le caratteristiche attribuite ai bilanci straordinari nella prima parte di questo lavoro. La relazione in parola, infatti, è un bilancio straordinario sia perché non ha come scopo quello di determinare, con criteri prudenziali, l'utile di periodo distribuibile e la struttura e la composizione del relativo capitale di funzionamento, bensì quello di stabilire quale sia il valore corrente dell'azienda o del ramo da conferire; sia perché la sua composizione ed i criteri di valutazione applicabili sono notevolmente diversi da quelli vevoli per la redazione del bilancio d'esercizio, essendo sostanzialmente identici a quelli vevoli per la determinazione del capitale economico in ipotesi di cessione d'azienda. Quanto alla composizione del bilancio straordinario di conferimento, esso è composto dalla sola situazione patrimoniale, che avrà più la forma e la sostanza di un inventario analitico-descrittivo che quella di uno stato



patrimoniale di bilancio, anche se lo schema del Codice civile può essere tenuto presente per la classificazione ed il raggruppamento delle voci dell'attivo e del passivo; per quanto più sopra affermato, il conto economico non serve poiché non si tratta, in caso di conferimento, di determinare e rappresentare un risultato di periodo; ciò non vuol dire che nella contabilità della conferente non venga determinato il risultato economico relativo al periodo che va dall'inizio dell'esercizio alla data in cui ha effetto il conferimento, ma solo che tale risultato non deve essere necessariamente ben indicato in un prospetto contabile; né serve la nota integrativa, in quanto la descrizione degli elementi patrimoniali attivi e passivi che compongono il capitale di conferimento, i criteri di valutazione adottati ed il valore ad essi attribuito formano oggetto del contenuto obbligatorio della relazione.

La relazione giurata contiene la descrizione dei beni conferiti e dei criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo<sup>60</sup>.

---

<sup>60</sup> Dalla lettura della norma si evince una delega da parte del legislatore concessa alla tecnica per quanto riguarda i criteri da seguire nelle valutazioni; al perito, infatti, viene riconosciuta ampia discrezionalità, ammettendosi il possibile utilizzo di più criteri.

Il conferimento è una di quelle operazioni straordinarie in cui, come già accennato, è necessario fornire oltre al valore economico complessivo dell'azienda o del ramo da conferire, anche una rappresentazione del patrimonio aziendale che ne indichi distintamente le varie componenti; e ciò non soltanto per motivi di ordine giuridico, quanto, altresì, per la circostanza pratica secondo cui tale patrimonio, con le sue distinte componenti, deve poi trovare iscrizione nella contabilità e nei bilanci dell'azienda destinataria.

Tale circostanza induce a pensare che i metodi preferibili nel caso di valutazione del conferimento siano quelli patrimoniali, o comunque che nell'assegnare il valore al conferimento si eviti l'uso di metodologie poco razionali e di dati ottenuti sulla base di previsioni troppo spinte ed incerte, ricordando che il valore economico in qualsivoglia modo ottenuto deve essere comunque idoneamente e, in alcuni casi, idealmente distribuito tra le diverse voci della situazione patrimoniale rappresentativa della composizione del capitale dell'azienda o del ramo conferito; non si deve incorrere, però, nel pensiero che solo i metodi patrimoniali siano adoperabili in caso di conferimento ma che da essi non si può inizialmente prescindere nelle valutazioni, come meglio precisato nel seguito.

Il punto di riferimento di partenza per la redazione della relazione-situazione patrimoniale di conferimento è rappresentato dalla situazione dei conti alla data di conferimento, comprensiva anche della determinazione del risultato economico del periodo intercorrente tra l'inizio dell'esercizio in corso e la data di effetto del conferimento; gli elementi in essa rappresentati saranno sottoposti ad una rivisitazione critica che condurrà a rettifiche e certamente ad opportune rivalutazioni (per la valutazione dei singoli elementi si rimanda alle considerazioni svolte nel primo capitolo in merito alla valutazione dell'azienda in generale ed anche alle fuggevoli considerazioni effettuate in merito alle valutazioni da effettuare nel bilancio di cessione), allo scopo di esporre valori attuali di scambio, in relazione alle caratteristiche e allo stato di ciascuno di essi. L'esclusiva rivalutazione degli elementi patrimoniali, però, si sostanzierebbe nell'applicazione del metodo patrimoniale puro e, non considerando anche le potenzialità di reddito futuro, porterebbe ad un valore economico del capitale da conferire sì certo ma non corrente. È opportuno, quindi, ricorrere anche ad un metodo reddituale o, almeno, misto, per determinare un valore economico del capitale corrente. L'adozione di un metodo di tipo reddituale nel caso di conferimento trova però un limite, già precedentemente accennato, nella natura e

nelle “dimensioni” del conferimento; si vuol dire che, se è relativamente facile determinare un reddito medio prospettico da attualizzare nel caso di conferimento d’azienda, non lo stesso può dirsi nel caso di conferimento di ramo d’azienda, in quanto determinare i risultati prospettici e futuri di un sottosistema d’azienda è operazione caratterizzata da alea e soggettivismo elevati; in virtù di ciò, è preferibile, nel caso di conferimento di ramo d’azienda, ricorrere esclusivamente al metodo patrimoniale, dopo aver delineato i confini del ramo d’aziende rispetto alle più ampie dimensioni aziendali.

Se dall’utilizzo dei metodi reddituali si giunge a determinare un valore economico del capitale conferito superiore al valore del patrimonio netto rettificato e rivalutato, si determina una differenza che può essere attribuita a beni immateriali non ancora considerati e all’avviamento, in quanto la stimata redditività prospettica è risultata in grado di remunerare un capitale maggiore rispetto a quello rappresentato dai soli valori presenti nella situazione patrimoniale ed oggetto di “rivisitazione”.

Più problematico il caso opposto, ossia il caso in cui, dopo aver rivalutato beni materiali ed aver inserito tra le attività beni immateriali autonomamente valutabili, si ricorre alla stima della redditività futura e questa risulta essere negativa; in tale ipotesi, in cui

il valore economico del capitale è inferiore al patrimonio netto rivalutato, bisognerà eliminare o ridurre il valore di alcuni o di tutti i beni immateriali eventualmente già inclusi e si limiterà o si eviterà la rivalutazione di beni materiali, tornando a valori storici originari o adottando valori di puro realizzo.

Problematiche ancora maggiori si incontrano qualora il conferimento avvenga in una società preesistente; in questo caso, infatti, oltre alla valutazione del capitale economico della conferente, bisogna valutare anche il capitale economico della conferitaria: ciò risponde sia ad esigenze tecnico-pratiche, rinvenibili nella necessità di non attribuire al soggetto che conferisce quote o azioni aventi un valore non congruo, in più o in meno, rispetto al conferimento effettuato, sia ad esigenze di legge, essendo esplicitamente previsto un obbligo di valutazione nel caso la conferitaria sia una società per azioni. La valutazione del capitale della conferitaria avviene ad opera degli amministratori e, al fine di confrontare i valori delle due aziende, c'è bisogno che essa avvenga con l'utilizzo di criteri omogenei (dal punto di vista sostanziale) con quelli adottati dal perito per la valutazione della conferita.

La società conferitaria, a fronte dell'apporto ricevuto, effettua un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione

per i vecchi soci; la garanzia per questi ultimi è rappresentata dalla determinazione di un soprapprezzo, che nel caso di specie rappresenta un mezzo tecnico di tutela del valore economico unitario delle vecchie azioni. È solo dal confronto tra i valori dell'azienda conferitaria e dell'azienda o del ramo d'azienda conferito che può stabilirsi la quota di partecipazione al capitale sociale della conferitaria che deve essere concessa al soggetto conferente, senza che ciò comporti una diminuzione del valore delle quote di partecipazione detenute dai vecchi soci. Ipotizziamo che la società Alfa conferisca un proprio ramo d'azienda, diciamo il ramo C, il cui valore di perizia è pari a € 1.000, alla società Beta; la conferitaria Beta ha un valore economico del proprio capitale pari ad € 4.000 ed un capitale sociale pari ad € 400, composto quest'ultimo da azioni dal valore unitario. Dal confronto tra il valore del capitale economico del ramo d'azienda C con quello della conferitaria Beta risulta che alla conferente Alfa deve essere attribuita una partecipazione al capitale sociale post conferimento della società Beta pari al 20%, essendo proprio pari ad un quinto (20%) il rapporto tra il valore del capitale del ramo C (1.000) ed il valore complessivo della conferitaria dopo l'integrazione del ramo C (4.000 iniziale + 1.000 conferiti da Alfa = 5.000). La conferitaria che ha un capitale sociale pari a €400 effettua un aumento

di capitale sociale di € 100, così la conferente partecipa al 20% del capitale sociale finale di € 500. Essendo, però, il ramo C valutato € 1.000, ed ipotizzando che nel conferimento siano integralmente recepiti i valori di perizia, il restante valore di € 900 rappresenta il sovrapprezzo. Parallelamente la conferente iscrive in bilancio al costo, e quindi per € 1.000, la partecipazione in Beta.

## **7. Gli aspetti contabile del conferimento d'azienda**

A prescindere dall'entità del conferimento (intera azienda o ramo di più o meno rilevanti dimensioni), nella contabilità del conferente l'inclusione tra le attività di una voce "Partecipazioni", determinata dal corrispettivo in quote o azioni ricevute, va a sostituire una serie di elementi attivi e passivi del patrimonio non più presenti perché conferiti.

Partendo dalla situazione contabile alla data del conferimento, bisogna, anzitutto, eliminare quelle poste (fondi) esprimenti rettifiche di attività patrimoniali (immobilizzazioni, rimanenze, crediti, titoli), come visto anche nel caso di cessione, solo relativamente alle attività patrimoniali oggetto di conferimento; al momento dell'effettivo trasferimento del complesso aziendale, bisognerà accreditare le attività ed addebitare le passività oggetto del conferimento, così da chiudere i conti ad esse accesi nelle scritture.

La differenza rappresenta il valore netto contabile ceduto, che confrontato con il valore della partecipazione ricevuta, registrata in un conto del tipo "Azioni (o quote) società Beta", pari al valore assegnato all'apporto, darà luogo, solitamente, ad una plusvalenza, da iscriversi



correttamente tra i proventi straordinari dell'esercizio<sup>61</sup>. Qualche problema pratico si presenta per il conto "Magazzino", in quanto non esiste in contabilità generale un conto che tenga aggiornata la consistenza delle rimanenze; l'importo delle rimanenze, oggetto di conferimento, va rilevato tra i componenti positivi, allo stesso valore al quale esse erano state contabilizzate ad inizio esercizio, tra le rimanenze iniziali, o al costo, se acquistate nel corso dell'esercizio, in modo da far confluire tutto l'eventuale maggior valore ad esso attribuito dal perito nella plusvalenza complessiva determinata dall'apporto. In alternativa, se si è proceduta alla normale chiusura dei conti, come prospettato per la cessione, e si è determinato il risultato economico della frazione di esercizio, il valore della variazione positiva delle rimanenze si troverà indirettamente rilevata nell'utile di periodo.

Per il conferente, ai fini fiscali, in applicazione delle norme sulle cessioni a titolo oneroso, si determinerà una plusvalenza (o una minusvalenza) pari alla differenza tra il valore delle azioni o quote assegnate (quindi il valore dell'apporto) ed il valore contabile del patrimonio netto, supponendo che i valori contabili siano anche quelli

---

<sup>61</sup> F. Dezzani – P. Pisoni – L. Puddu – M. Campra (2006); "Scritture contabili su conferimento d'azienda" in *Il Fisco*; n.18.

fiscalmente riconosciuti. Per la determinazione dei due termini del confronto da cui discende il valore della plusvalenza (o della minusvalenza) bisogna considerare:

- che gli ammortamenti dei beni conferiti vanno calcolati in proporzione dei giorni intercorrenti tra l'inizio dell'esercizio e la data di conferimento;
- i fondi di previdenza e di trattamento fine rapporto si trasferiscono solo se riferiti a rapporti di lavoro trasferiti;
- non si trasferiscono i fondi svalutazione o rischi su crediti e su cambi nemmeno se relativi a crediti trasferiti, partendo dal presupposto che sarà il conferitario ad effettuare le valutazioni del caso.

In ogni caso il legislatore fiscale consente ai soggetti partecipanti all'operazione di conferimento di optare per la neutralità dell'operazione; in tal caso, dal punto di vista fiscale, la conferitaria si troverà ad avere nella propria contabilità i valori contabili della conferente secondo il principio di continuità.

Al massimo, nel caso in cui si opti per la neutralità, è possibile che il conferitario operi eventualmente delle variazioni ai valori delle singole componenti (rivalutazioni e svalutazioni) a condizione però

che esse si compensino tra loro, lasciando quindi inalterato il valore netto.

Se la società conferitaria è di nuova costituzione, l'apporto e, in particolare, le sue componenti ne vanno a comporre lo stato patrimoniale iniziale, mentre in società preesistenti il conferimento determina l'iscrizione di nuove attività e passività, il cui valore netto è rappresentato dall'aumento di capitale appositamente deliberato più la riserva sovrapprezzo, determinato secondo le modalità più sopra descritte: l'aumento del capitale deve, cioè, rispecchiare la proporzione esistente tra i valori economici dell'azienda apportata e del soggetto destinatario. Un aumento del capitale pari all'intero valore dell'apporto, invece, determinerebbe un risultato iniquo, che avvantaggerebbe il conferente. Insomma, anche nel conferimento bisogna determinare una sorta di rapporto di cambio.

Per concludere, c'è da ricordare che le valutazioni riportate nella perizia di stima sono provvisorie in quanto vige l'obbligo, in capo agli amministratori, di controllarle e, laddove necessario, procedere alla revisione della stima. In merito a tale controllo, come fa notare giustamente qualche autore<sup>62</sup>, sorge qualche perplessità:

---

<sup>62</sup> Vedi L. Potito, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Giappichelli Editore, Torino, 2006.

sembra abbastanza contraddittorio che allo scopo di sottrarre al giudizio degli amministratori la stima dell'apporto, a tutela degli interessi dei terzi e dei soci, il legislatore prevede dapprima l'affidamento delle valutazioni ad un perito estraneo ai soggetti interessati all'operazione, soggetto esperto ed indipendente, e, poi, come se non se ne fidasse fino in fondo, richiede che la sua stima sia sottoposta al controllo degli stessi amministratori, i quali, a loro volta, non avendo, spesso, le competenze specifiche per poter effettuare il controllo, ricorreranno ad un altro esperto. Il legislatore, inoltre, prevedendo che la stima possa essere rivista verso il basso, ha tutelato gli interessi dei terzi e della conferitaria, senza preoccuparsi dell'eventuale danno che subirebbe il conferente nel caso di valore di perizia inferiore a quello corrente.

In ogni caso, l'esito di tale controllo può comportare diverse conseguenze:

- se il valore revisionato coincide con quello di perizia, i valori da provvisori diventano definitivi e possono essere confermati nella contabilità della destinataria;
- se il valore revisionato è minore del valore di perizia entro i limiti di un quinto, il valore della partecipazione del socio

non subisce variazioni mentre la conferitaria procederà alla svalutazione dei beni conferiti;

- se il valore revisionato è minore del valore di perizia di oltre un quinto, la conferitaria deve corrispondentemente ridurre il capitale; in alternativa il socio può recedere o integrare la differenza in contanti;
- se il valore revisionato è maggiore del valore di perizia, il maggior valore non può essere iscritto dalla conferitaria.

## BIBLIOGRAFIE E RIFERIMENTI

Amaduzzi A.(2003); “*Le modalità di contabilizzazione dei beni immateriali e del goodwill nei principi contabili statunitensi – Prima parte*” in *La valutazione delle aziende*; n. 28/Marzo.

Amaduzzi A.(2003); “*Le modalità di contabilizzazione dei beni immateriali e del goodwill nei principi contabili*” tratto da *La valutazione delle aziende*; Giugno.

Amodeo D.(1965); *Ragioneria generale delle imprese*; (seconda edizione riveduta); Giannini - Napoli.

Andersen A.(1992); *The valuation of intangible assets*; The Economist Intelligence Unit – London.

Ansoff H. I.(1965); *Corporate Strategy*; McGraw Hill – New York; traduzione italiana: *Strategia aziendale*; Etas –Milano; 1968.

Besta F.(1922); *Ragioneria I*; Dottor Francesco Vallardi Editore – Milano.

Bocchini E.(1987); *Il bilancio delle società*; Cedam – Padova.

Brugger G.(1989); “*La valutazione dei beni immateriali legati al Marketing e alla Tecnologia*” in *Finanza, Marketing e Produzione*; n. 1.

Brugger G.(1993); *Verso uno schema generale di valutazione delle realtà economiche* in scritti in onore di Luigi Guatri; Bocconi Comunicazioni – Milano.

Capalbo F.(2002); *Le perdite di valore delle immobilizzazioni*; Cedam – Padova.

Capasso A.(1995); “Risorse immateriali e governo d’impresa” in *Le risorse immateriali: gestione, organizzazione e rilevazione*; Edizioni Scientifiche Italiane.

Caramiello C. (1993); *La valutazione dell’azienda*; Giuffrè – Milano.

Caratozzolo M.(2000); “La determinazione delle perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni immateriali” in *Rivista dei Dottori Commercialisti*; n. 2.

Caratozzolo M.(1996); *I bilanci straordinari –Profili economici, civilistici e tributari*; Giuffrè –Milano.

Caratozzolo M.(1984); *I bilanci straordinari delle società commerciali – bilanci di liquidazione, trasformazione, fusione e cessione*; Buffetti Editore – Roma.

Coda V.(1994); *L’orientamento strategico dell’impresa. Serie: Trattato di economia d’aziende 3. Strategie e politiche aziendali, Vol.1*; UTET – Torino.

Coda V.(1985); “Valori imprenditoriali e successo dell’impresa” in *Finanza, Marketing e Produzione*; n. 2.

Colombo G. E. (1992); *Fusioni, acquisizioni e scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali*; EGEA – Milano.

Colombo G.E.(1987); *Il bilancio d’esercizio; Strutture e valutazioni*; Utet – Torino.

Colombo G. E.(1987); “Una giurisprudenza torinese sui bilanci?” tratto da *Giurisprudenza commerciale*; n. 5.

Colombo G.E.(1965); *Il bilancio d’esercizio delle società per azioni*; Padova.

Colucci E. – Riccomagno F.(2000); *Il bilancio d’esercizio e il bilancio consolidato*; Cedam – Padova.

Confalonieri M. (1988); *I bilanci <<speciali>> dell'impresa: considerazioni introduttive*; R.I.R.E.A.; maggio-giugno.

Coronella S. (2000); *Il conferimento dell'azienda nella prospettiva dell'equilibrio economico durevole*; Giuffrè –Milano.

de Sarno M.(2005); *Misurazione e comunicazione dei valori aziendali*; Giappichelli Editore – Torino.

de Sarno M.(1995); *Gli equilibri d'impresa nei loro diversi riflessi contabili*; (seconda ristampa aggiornata della seconda edizione); Cedam – Padova.

de Sarno M.(1969); *Aspetti e problemi di organizzazione aziendale*; Cedam – Padova.

Dezzani F. – Pisoni P. – Puddu L. – Campra M. (2006); *“Scritture contabili su conferimento d'azienda”* in *Il Fisco*; n.18.

Dezzani F. – Pisoni P. – Puddu L. – Campra M. (2005); *Operazioni straordinarie*; Egea – Milano.

Di Cagno N.(1994); *Il Bilancio d'esercizio*; Cacucci Editore – Bari.

Faldetta G. (2000) in Sorci C.; *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*; Giuffrè Editore – Milano.

Fellegara A.M.(1995); *I valori delle immobilizzazioni immateriali nelle sintesi d'esercizio*; Dott. A. Giuffrè Editore – Milano.

Ferrando P.M.(1999): *“Risorse e risorse immateriali. Natura e implicazioni per il valore dell'impresa ”* in *Saggi sull'immaterialità nell'economia delle imprese*; Giappichelli – Editore.

Ferrero G.(1966); *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè –Milano.



Gambaro M. – Ricciardi C.A.(1997); *Economia dell'informazione e della comunicazione*; Laterza Editore.

Gardi F. (1990); *Fusioni ed altre combinazioni di impresa. Finalità e tecniche di realizzazione*; EGEA – Milano.

Guatri L.(2002); “*La svolta epocale nella contabilizzazione degli intangibili*” in *La valutazione delle aziende*; n. 27/Dicembre.

Guatri L.(1997); *Valore e <<intangibles>> nella misura della performance aziendale – Un percorso storico*; EGEA – Milano.

Guatri L.(1996); “*Il Risultato Economico Integrato*” in *La valutazione delle aziende*; n. 2/Settembre.

Guatri L. (1996), “*Le ragioni della superiorità concettuale ed applicativa dei metodi reddituali*” in *Finanza, Marketing & Produzione*; n.2/Giugno.

Guatri L.(1995); *Turnaround: declino, crisi e ritorno al valore*; EGEA – Milano.

Guatri L.(1989); “*Differenziale fantasma: i beni immateriali nelle determinazioni del reddito*” in *Finanza, Marketing e Produzione*; n. 1.

Guatri L.(1981); *La valutazione delle aziende*; Prima edizione; Giuffrè – Milano.

Guatri L.(1957); *L'avviamento d'impresa*; Giuffrè – Milano.

Guatri L. – Bini M.(2005); *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*; Università Bocconi Editore – Milano.

Guatri L. – Massari M.(1992); *La diffusione del valore*; EGEA – Milano.

Jovenitti P.(1991); *Il valore dell'impresa*; Lint –Trieste.

Kunz A.(1997); *L'iscrizione dei beni gratuitamente devolvibili nei conti e nei bilanci d'impresa*; Cedam – Padova.

Massari M.(1998); *Finanza aziendale, valutazione*; McGraw Hill –Milano.

Massari M.(1990); “*La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato*” in *Finanza, Marketing e Produzione*; n.4.

Mustilli M. (1990); *Le strategie di sviluppo esterno dell'impresa industriale*; Cedam –Padova.

Onida P.(1974); *Il bilancio d'esercizio nelle imprese*; Giuffrè Editore – Milano.

Onida P. (1962); *Economia d'azienda*; Utet –Torino.

Paganelli O. (1990); *Valutazione delle aziende*; Utet – Torino.

Paolone G.(2008); *Gli istituti della cessazione aziendale – Cause originatrici e forme di manifestazione*; Franco Angeli Editore – Milano.

Paternostro S. (2000) in Sorci C.; *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*; Giuffrè Editore –Milano.

Perotta R.– Garegnani G. M.(1999); *Le operazioni di gestione straordinaria*; Giuffrè Editore –Milano.

Porter M. E.(1987); *Il vantaggio competitivo*; Edizioni di comunità - Milano.

Potito L.(2006); *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*; Giappichelli Editore –Torino.

Potito L.(2000); “I beni immateriali nelle determinazioni di impresa” in *Le immobilizzazioni immateriali: Atti del convegno 23Giugno 1999*; Cacucci Editore – Bari.

Potito L.(1993); *Bilanci straordinari*, Seconda edizione; Trattato di economia d’azienda, diretto da T. Bianchi, V. Coda, G. Mazza, O. Paganelli e G. Pellicelli. Volume II; Torino.

Potito L.(1990); *Bilanci straordinari*; Utet –Torino.

Pozza L. (1999); *Le risorse immateriali – Profili di rilievo nelle determinazioni quantitative d’azienda*; Edizioni Giuridiche Economiche Aziendali dell’Università Bocconi e Giuffrè Editori – Milano.

Renoldi A.(1992); *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*; EGEA – Milano.

Rullani E.(1992); “*Economia delle risorse immateriali: una introduzione*” in *Sinergie*; n. 3.

Sciarelli S.(2001); *Economia e Gestione dell’Impresa*; Cedam – Padova.

Simonetto E.(1976); *Il bilancio d’esercizio I volume*; Padova.

Sorci C. (2002); *Lezioni di economia Aziendale*; Giuffrè – Milano.

Sorci C.(2000); *Le operazioni straordinarie come strumenti per lo sviluppo delle aziende*; Giuffrè Editore –Milano.

Superti Furga F.(1991); *Il bilancio d’esercizio italiano*. Giuffrè Ed. - Milano.

Viganò E. (2000); “*Il concetto generale di bilancio*” in *L’azienda di AA. VV.*; Cedam – Padova.

Viganò R. (2001); *Il valore dell’azienda – Analisi storica e obiettivi di determinazione*; Cedam – Padova.

Zanda G. – Lacchini M. (1991); *La valutazione dei marchi d'impresa*; Cedam Editore – Padova.

Zappa G.(1956); *Le produzioni nell'economia delle imprese*; Giuffrè – Milano.

Zappa G.(1950); *Il reddito d'impresa*; Giuffrè Editore – Milano.