

**UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DELLA  
CALABRIA**

Facoltà di Economia

Dottorato di ricerca in Scienze Aziendali

CICLO XXIII

Settore disciplinare SECS P - 07

**TESI DI DOTTORATO**

**La valutazione dei gruppi aziendali.**

**Profili teorici ed analisi empirica**

**Tutor**

Prof. Alessandro Musaio

**Candidato**

Dott. Nicola Patitucci

**Coordinatore**

Prof. Andrea Lanza

---

**Anno Accademico 2009/2010**

## ***INDICE***

	<i>pag.</i>
Introduzione	i
<b>Capitolo 1</b>	
<b>Il gruppo aziendale come modello di aggregazione patrimoniale</b>	
1. Le aggregazioni di imprese	1
2. Le tipologie di aggregazioni.	4
2.1 Le aggregazioni informali	7
2.2 Le aggregazioni contrattuali	13
2.3 Le aggregazioni patrimoniali	23
3. La definizione di gruppo	26
4. Gli elementi costitutivi di un gruppo	32
5. Profili storici dei gruppi	40
6. Profili civilistici del gruppo aziendale	45
7. La struttura dei gruppi	52
8. La tassonomia dei gruppi	62
9. Le modalità di costituzione dei gruppi e le relative motivazioni	71
9.1 L'acquisto di partecipazioni	72
9.2 La costituzione di nuove società	81
9.3 Il conferimento dei pacchetti di controllo	84
9.4 Lo scorporo	91

## Capitolo 2

### Il bilancio consolidato

1. Introduzione	94
2. Profili storici relativi all'impiego del bilancio consolidato	98
3. Le fonti del bilancio consolidato	103
4. La disciplina nazionale	108
4.1 L'obbligo di redazione	110
4.2 La composizione del bilancio	114
4.3 Le principali operazioni necessarie per la redazione del consolidato	124
4.3.1 La definizione dell'area di consolidamento	124
4.3.2 L'analisi del bilancio delle società	128
4.3.3 Le operazioni di consolidamento	132
4.3.3.1 L'eliminazione degli effetti delle operazioni infragruppo	133
4.3.3.2 Il consolidamento delle partecipazioni	137
5. La disciplina IAS/IFRS	149
5.1 L'obbligo di redazione	151
5.2 La composizione del bilancio	154
5.3 Le principali operazioni necessarie per la redazione del consolidato	164
5.3.1 La definizione dell'area di consolidamento	164
5.3.2 L'analisi del bilancio delle società	167
5.3.3 Le operazioni di consolidamento	171
6. Le principali differenze	178

## Capitolo 3

### La valutazione dei gruppi aziendali

1. Introduzione	181
2. Le tecniche utilizzate nella valutazione dei gruppi aziendali	184
3. La tecnica di valutazione sintetica	185
3.1 Metodologie basate sull'attualizzazione dei rendimenti.	187
3.1.1 La Metodologia reddituale	188
3.1.1.1 L'equity approach nella metodologia reddituale	188

3.1.1.2 L'asset approach nella metodologia reddituale	202
3.1.2 La metodologia finanziaria	207
3.1.2.1 L'equity approach nella metodologia finanziaria	208
3.1.2.2 L'asset approach nella metodologia finanziaria	212
3.2 Le metodologie patrimoniali	214
3.3 Il metodo misto patrimoniale-reddituale	218
3.4 I metodi diretti di stima	222
4. La tecnica analitica di valutazione	228
4.1 La tecnica tradizionale	228
4.1.1 La valutazione delle holding miste	232
4.1.2 La valutazione delle holding pure	235
4.2 La tecnica somma di parti	237

## **Capitolo 4**

### **L'analisi empirica**

1. La definizione dell'oggetto della ricerca	241
2. La descrizione della perizie analizzate	243
2.1 I gruppi selezionati	244
3. I risultati complessivi	255
3.1 L'applicazione della tecnica sintetica	260
3.2 L'applicazione della tecnica analitica	265
4. Ulteriori risultati	269
5. Conclusioni	276

Bibliografia	278
--------------	-----

## *Introduzione*

È opinione condivisa che lo sviluppo di relazioni tra aziende rappresenta, nell'attuale contesto economico, un'esigenza legata alla stessa sopravvivenza delle organizzazioni. Infatti, fenomeni quali la globalizzazione e l'innovazione tecnologica stanno rivoluzionato il modo di fare impresa, anche all'interno del nostro Paese.

In tal senso, non è casuale riscontrare negli ultimi anni un crescente aumento delle operazioni straordinarie tra le piccole e medie imprese nostrane con particolare riferimento alle fusioni: sull'argomento è stato precisato che *ragione prima di ciascun processo di integrazione, di combinazione, di concentrazione in generale sta nel mutare il sistema di valori, in particolare della diminuzione dei costi, nell'aumento dei ricavi, quindi nella tendenza al conseguimento di più alti profitti o di profitti giudicati soddisfacenti* (Galassi, 1969).

In tale contesto, è possibile inserire il gruppo di imprese come soluzione ottimale in termini di economicità aziendale.

Il gruppo rappresenta un *complesso economico costituito da più aziende, aventi in prevalenza la forma giuridica di società per azioni, le quali, pur mantenendo la loro autonomia giuridica, vengono controllate da un medesimo soggetto economico che, avendo la facoltà di prendere le decisioni più opportune per il buon andamento del gruppo, coordina l'attività di ognuna secondo un indirizzo unitario* (Terzani 2002).

Tale forma organizzativa, infatti, presenta indubbi vantaggi sia di carattere economico che extra-economico. Tra i primi, a titolo esemplificativo ricordiamo la possibilità di conseguire economie di vario genere (di scala, di scopo, di specializzazione) e la riduzione del rischio di impresa.

Circa i secondi, tra gli altri, ricordiamo l'aumento della capacità di credito e lo sfruttamento dell'effetto leva (finanziaria e azionaria).

Nel presente lavoro si vuole indagare tale particolare entità delineandone i principali profili caratteristici e soffermandosi, nel prosieguo, sulle modalità di determinazione del suo valore.

Più in dettaglio, nel primo capitolo (il gruppo come modello di aggregazione di imprese) si è proceduto, anzitutto, ad una disamina delle principali forme aggregative aziendali, distinguendo tra quelle di natura informale, contrattuale e patrimoniale. Successivamente, l'analisi si è focalizzata sui gruppi aziendali cercando, in primo luogo, di inquadrare l'argomento all'interno dell'ampia letteratura di riferimento (Cassandro, 1958; Azzini, 1964; Sarcone, 1993; Passaponti, 1994; Terzani, 2002). In tal senso, appare interessante sottolineare che non esiste una definizione di gruppo universalmente condivisa in dottrina: tuttavia, considerando la poliedricità del fenomeno, ciò non sorprende.

In seguito, sono state approfondite le caratteristiche strutturali dell'aggregazione, soffermandosi in particolar modo sulla correlazione esistente tra la modalità di costituzione di un gruppo (acquisto di partecipazioni, costituzione di nuove società, conferimento, scorporo) e le motivazioni economiche alla base di siffatta scelta. Infine, sono stati delineati i profili storici che hanno favorito la creazione di tale tipologia di aggregazione e i contorni legislativi in cui, attualmente, è possibile inquadrare il gruppo aziendale.

Il secondo capitolo (il bilancio consolidato) ha riguardato il principale documento che il gruppo, in qualità di entità unitaria, redige, ovvero il bilancio consolidato.

Considerata la legislazione vigente attualmente in Italia, si è scelto di analizzare separatamente la normativa nazionale rispetto a quella dettata dallo IASB e contenuta nei Principi Contabili Internazionali. Infatti, l’emanazione del Decreto Legislativo n. 38 del 2005, che ha esercitato le facoltà previste dal Regolamento 1606/2002 dell’Unione europea, ha sostanzialmente creato una situazione anomala per la quale, mentre alcuni gruppi devono attenersi alle prescrizioni presenti nel Decreto Legislativo n. 127 del 1991, altri devono seguire le regole contenute nei principi IAS/IFRS.

Si è proceduto, pertanto, per ciascuna disciplina considerata, all’analisi del processo di elaborazione del bilancio consolidato in tutte le sue fasi. Infine, sono state evidenziate, mediante l’ausilio di una tabella, le principali differenze esistenti tra la normativa interna e quella delineata dallo IASB.

A prescindere dalla disciplina seguita per la sua redazione, il bilancio consolidato rappresenta uno tra i principali input informativi utilizzati nella stima del capitale economico di un gruppo aziendale, argomento a cui è stato dedicato il terzo capitolo (la valutazione dei gruppi aziendali).

Infatti, una tra le principali tecniche utilizzate per la valutazione di un gruppo, ovvero quella sintetica, basa la stima del valore economico di un gruppo sulle informazioni contenute nei documenti redatti in qualità di entità unitaria, ovvero per il passato il bilancio consolidato, e per il futuro, il budget e i piani di gruppo.

Tale metodologia garantisce al processo valutativo snellezza e celerità. Tuttavia, non può essere applicata a qualsiasi tipologia di gruppo, per via di alcuni limiti intrinseci di cui risente.

In tali occasioni può essere d'ausilio la tecnica analitica di valutazione che, nell'approccio tradizionale, determina il capitale economico di un gruppo aziendale sulla base delle informazioni reperibili all'interno dei bilanci individuali di ciascuna società dell'aggregazione. In alternativa, è possibile utilizzare un'altra variante della tecnica analitica denominata per somma di parti. Tale tecnica si addice in particolare alla valutazione dei grandi gruppi multinazionali, dove ciascuna società opera in più business.

Nel quarto ed ultimo capitolo (l'analisi empirica), si è cercato di verificare nella prassi come tali particolari entità vengono valutate.

In particolare, la ricerca si è concentrata sui seguenti punti:

- individuare le principali operazioni di natura straordinaria che hanno coinvolto i gruppi aziendali e che hanno dato luogo ad un processo di stima del capitale economico;
- verificare in linea generale le modalità di stima adottate per tali particolari entità;
- analizzare le eventuali influenze tra l'attività prevalente esercitata da un gruppo e la tipologia di valutazione adottata;
- evidenziare possibili evoluzioni nelle tecniche di valutazione dei gruppi aziendali nel corso del tempo;
- verificare potenziali relazioni tra la tipologia di operazione straordinaria alla base della valutazione e la metodologia di stima adottata.
- individuare specificità nelle valutazioni.

All'interno del capitolo sono stati evidenziati i risultati della ricerca empirica effettuata su settanta perizie valutative relative all'ultimo decennio.

## CAPITOLO 1

### Il gruppo come modello di aggregazione patrimoniale

#### 1. *Le aggregazioni di imprese*

Le imprese, operando in sistemi economici aperti, istituiscono costantemente relazioni economiche con i diversi stakeholders presenti nell'ambiente in cui operano<sup>1</sup>.

In particolare, nell'attuale contesto storico, caratterizzato da fenomeni quali la globalizzazione e l'innovazione tecnologica, le aziende tendono ad intensificare quelle relazioni con altri operatori di natura non competitiva, al fine di collaborare per sfruttare le sinergie che da questa cooperazione possono derivare<sup>2</sup>. Schematicamente tale processo può essere così riassunto:

Fig. 1.1 – Evoluzione delle strutture organizzative



Fonte: Ricciardi A., 2000, p. 12

<sup>1</sup> Per sistemi economici aperti intendiamo «sistemi che, agendo all'interno dei mercati di riferimento, influenzano e vengono influenzate dai comportamenti di soggetti che in tali mercati operano». SORCI C. –FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 1.

<sup>2</sup> E' bene precisare che, lo sviluppo di relazioni inter-aziendali non è esclusivo dell'attuale contesto storico, poiché, come ha osservato correttamente l'Onida, siffatte collaborazioni, si intensificano in tutti i periodi di ascesa economica al fine di sfruttare la congiuntura favorevole. Cfr. ONIDA P, *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, 1951, p. 69.

Talvolta, il configurarsi di relazioni esterne stabili e caratterizzate da legami più o meno stringenti, origina il fenomeno conosciuto come “*aggregazione di aziende*”. In particolare, con tale termine si è soliti riferirsi a «quelle unioni di imprese aventi carattere duraturo e finalità strettamente economiche»<sup>3</sup>.

L'attuale contesto economico è permeato di un numero notevole di tali raggruppamenti, che spesso presentano caratteristiche comuni, ma che talvolta risultano essere molto differenti tra loro.

Gli elementi che, in ogni caso, possiamo identificare in siffatte forme di cooperazione aziendale sono rappresentati dalla presenza di una pluralità di imprese e dall'intenzione di organizzare la relazione. Infatti, la peculiarità che distingue le aggregazioni è la presenza di un accordo, il cui contenuto è la base del rapporto collaborativo. In altre parole, tali raggruppamenti non sono frutto di un coordinamento spontaneo, bensì volontario i cui connotati sono stabiliti ex-ante.

La principale motivazione che spinge una società verso tali forme collaborative è, secondo la migliore dottrina economico-aziendale italiana, quella di preservare il proprio equilibrio gestionale<sup>4</sup>.

In particolare, il Cassandro indica come principale finalità di un'aggregazione quella di conservare, migliorare o, eventualmente ripristinare le condizioni di equilibrio delle imprese partecipanti al raggruppamento<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, Cacucci editore, Bari, 1988, p. 17.

<sup>4</sup> Un'altra parte della dottrina conclude invece che, la ricerca dell'equilibrio gestionale rappresenta solo una delle cause che spingono all'aggregazione: oltre ad essa, in posizione paritetica, contribuiscono anche quelle di carattere speculativo legate ai vantaggi finanziari che possono derivare dalle operazioni di aggregazione (in particolare, trading su partecipazioni e operazioni di leverage buy out), nonché quelle di tipo manageriale. Per approfondimenti, si consiglia la lettura di CAMMARERI A. e LEONE A., in SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 11 e 12.

<sup>5</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 23.

È infatti opinione condivisa che «ogni forma di aggregazione possa essere fonte di opportunità e vantaggi, diretti ed indiretti, per tutte le aziende coinvolte che, pur se non immediatamente percepibili, si traducono nel consolidamento e nel potenziamento – ovvero nel ripristino – dell’equilibrio economico e finanziario della gestione»<sup>6</sup>.

Pertanto, premesso che la finalità ultima a cui tendono le imprese che intraprendono tali forme di cooperazioni è quella dell’equilibrio gestionale, deve essere comunque considerato che, concretamente, altre cause, che potremmo definire particolari, possono incentivare la costituzione di un’aggregazione<sup>7</sup>.

Tali motivazioni specifiche possono essere diverse e collegate sia a fattori esogeni che endogeni all’impresa. Nel primo caso, la globalizzazione dei mercati e lo sviluppo di migliori relazioni interaziendali, rappresentano, senza dubbio, degli elementi importanti verso tale scelta. Dal punto di vista endogeno, invece, l’incremento della capacità produttiva e lo snellimento della struttura raffigurano, in tal senso, parametri preponderanti.

---

<sup>6</sup> Cfr. GUIGGI A.B., *Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell’aziendalità*, Giappichelli editore, Torino, 2001, p. 47.

<sup>7</sup> In tal senso, la dottrina ha individuato due tipologie di motivazioni che possono influenzare la costituzione di un’aggregazione, rispettivamente, una di carattere esterno ed una di natura interna. La prima, collegata all’estensione dell’influenza di un’azienda sul mercato. La seconda, connessa al razionamento dell’ordinamento e della gestione dell’impresa, al fine di migliorare le condizioni di efficienza produttiva.

In particolare, il Cassandro, discerne tra cause aziendali ed extra-aziendali (dette anche ambientali). Le prime, legate al progresso tecnologico, il quale spinge le imprese ad adeguarsi alla realtà in costante mutamento. Le seconde, collegate alle fluttuazioni congiunturali del sistema economico, ovvero alle decisioni dello Stato. Per approfondimenti CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 24.

## ***2. Le tipologie di aggregazioni.***

Le forme di collaborazione, come accennato in precedenza, possono essere molteplici e differenziarsi per ampiezza e durata dei vincoli di congiunzione, degli scopi a cui tendono, del tipo e dell'intensità dei legami che unisce tra loro aziende diverse<sup>8</sup>. Sebbene le tipologie di aggregazioni mutino costantemente e siano in evoluzione continua, la dottrina, ha proposto numerose classificazioni, che se da un lato, semplificano un fenomeno particolarmente multiforme e sfuggente, dall'altro risultano essenziali per circoscrivere una realtà complessa.

In tal senso, una prima suddivisione può essere effettuata sulla base della natura delle combinazioni economiche oggetto di aggregazione. In funzione di tale discriminante possiamo distinguere:

- aggregazioni integrate verticalmente;
- aggregazioni integrate orizzontalmente;
- aggregazioni con attività diversificate.

Nel primo caso, il raggruppamento comprende, in posizione di complementarietà, imprese che svolgono fasi diverse di un unico processo produttivo. L'obiettivo principale della formazione di tali aggregazioni, infatti, è quello di estendere il controllo su una data filiera produttiva, al fine di godere dei vantaggi, in termini di efficienza e qualità, a ciò connessi. Infatti, tra l'altro, la costituzione di tali aggregati, permette di ridurre anche i costi di transazione presenti nelle normali contrattazioni di mercato<sup>9</sup>.

Le aggregazioni integrate orizzontalmente sono composte da società che esercitano attività omogenee, o comunque affini. Le principali motivazioni che

---

<sup>8</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, Giuffrè, Milano, 1994, p. 13.

<sup>9</sup> Per approfondimenti su tale tema, si rinvia al paragrafo 8, dove vengono analizzati i gruppi verticali, i quali godono del medesimo vantaggio.

spingono verso la costituzione di tali intese sono di carattere economico, legate soprattutto allo sfruttamento delle economie di scala e di scopo, nonché all'incremento del potere contrattuale sul mercato.

Le aggregazioni con attività diversificate, infine, includono società operanti in settori di produzioni differenti e vengono abitualmente implementate per motivazioni di ordine strategico. In effetti, i principali obiettivi di siffatte collaborazioni devono essere indagati nell'ottica della diversificazione del rischio aziendale, ovvero nell'acquisizione di know-how da poter utilizzare successivamente in settori differenti dall'originario.

Una seconda classificazione può essere effettuata in base all'ampiezza dell'attività oggetto dell'aggregazione. In tal senso possiamo identificare:

- aggregazioni totali o complesse;
- aggregazioni parziali o semplici.

Le aggregazioni totali coinvolgono l'intera gestione di ciascuna azienda che partecipa al raggruppamento, nel senso che vengono interessate tutte le attività e le operazioni svolte dalle società che costituiscono l'organizzazione. Tipici esempi di raggruppamenti di tale genere sono rappresentati dai gruppi aziendali, nonché dal rapporto che si genera a seguito della stipulazione di contratti di affitto d'azienda.

Le aggregazioni parziali, interessano invece, unicamente, determinate funzioni o divisioni di ciascuna azienda che aderisce all'accordo, e configurano, pertanto, intese specifiche e circoscritte che implicano un grado di coinvolgimento minore rispetto a quelle totali. Nell'ambito delle aggregazioni parziali possiamo distinguere rispettivamente, le collaborazioni riguardanti esclusivamente relazioni di scambio o di concorrenza (come nel caso dei cartelli e dei distretti industriali), le intese riguardanti lo svolgimento in

comune di specifiche funzioni aziendali (come gli accordi legati a processi di finanziamento, approvvigionamento, produzione e distribuzione), nonché le alleanze riferite a combinazioni economiche parziali (associazioni temporanee di impresa, reti di sub-fornitura, joint venture).

In funzione dell'estensione temporale dell'accordo possiamo discernere tra aggregazioni temporanee e permanenti.

Nei raggruppamenti temporanei le imprese mantengono in essere rapporti di collaborazione fino al raggiungimento dell'obiettivo per cui l'intesa è stata attuata, ovvero fino alla naturale scadenza dell'accordo. In ogni caso, l'estensione temporale di tali cooperazioni è limitata.

Le aggregazioni permanenti, al contrario, si protraggono nel tempo senza un termine prefissato per l'interruzione del rapporto. Sostanzialmente, tali accordi rimangono in vita fino a quando ciascuna impresa ottiene benefici dall'aggregazione.

Il criterio di classificazione più diffuso in letteratura circa le aggregazioni è quello basato sulla tipologia di legame che si instaura tra le diverse aziende. In particolare, in funzione del grado di formalizzazione dell'accordo e del grado di libertà delle imprese nel raggruppamento possiamo identificare:

- aggregazioni a carattere informale;
- aggregazioni su base contrattuale;
- aggregazioni su base patrimoniale.

Ai raggruppamenti che si originano in funzione di tali parametro, verranno dedicati i prossimi paragrafi.

### *2.1. Le aggregazioni informali*

Le aggregazioni informali si caratterizzano per la presenza di imprese che collaborano in base a legami non strutturati, e che fondano l'intesa direttamente sulla relazione esistente tra esse.

In questi raggruppamenti, infatti, non vi sono alla base esplicite strutture amministrative o giuridiche, e la collaborazione si fonda, di fatto, su accordi che comportano vincoli reciproci poco stringenti e con uno scarso valore deterrente. Ne consegue un'organizzazione molto flessibile, idonea a competere in contesti mutevoli, la cui durata è tuttavia, il più delle volte, limitata nel tempo.

In funzione dei legami che si instaurano all'interno del raggruppamento, possiamo distinguere tre grandi categorie di aggregazioni informali:

- quelle basate su legami tecnico-produttivi, che si costituiscono al fine di sfruttare le sinergie e le interdipendenze tra le imprese;
- quelle erette su legami personali, che si formano per motivazioni di carattere mutualistico o cooperativo,
- quelle fondate su legami finanziari, che si originano quando l'investimento effettuato da un finanziatore esterno verso un'impresa è così elevato che, lo stesso, riesce ad influenzarne le decisioni.

Le reti di sub-fornitura rappresentano un classico esempio di aggregazione informale basata su legami tecnico-produttivi. Tale raggruppamenti si costituiscono, in genere, quando una grande società affida, ad un numero più o meno elevato di piccole e medie imprese, la sub-fornitura di un bene o un

servizio impiegato nella propria produzione. Il più delle volte la grande azienda committente assorbe tutta la produzione dei suoi sub-fornitori, divenendo in concreto, l'unico loro cliente. Pertanto, quando ciò si verifica, tra le entità coinvolte nella relazione si genera un legame molto stringente con uno sbilanciamento contrattuale nettamente a favore dell'impresa di maggiori dimensioni, la quale riesce ad esercitare un'influenza notevole sui sub-fornitori, perfino nelle loro scelte strategiche.

Un'altro modello di aggregazione informale fondato su legami tecnico-produttivi è quello della rete di impresa<sup>10</sup>. Quest'ultima è costituita da un «insieme di aziende giuridicamente autonome, che attraverso reciproci impegni di cooperazione realizzano in modo consapevole e finalizzato una coordinazione produttiva, sfruttando gli aspetti di complementarità tecnica ed economica delle rispettive gestioni in vista del conseguimento di obiettivi economici congiunti, da cui ritrarre indirettamente dei vantaggi individuali»<sup>11</sup>. Rispetto alla sub-fornitura, nella rete non è presente una grande impresa che acquisisce la produzione delle aziende fornitrici: tale ruolo, tuttavia, viene interpretato dalla cosiddetta "azienda centrale", che non necessariamente, per dimensioni, è quella più grande del raggruppamento. In realtà, tale società, conosciuta anche come azienda leader, è quella che per risorse, spirito di iniziativa e competenze svolge la funzione di coordinamento delle attività delle altre società che costituiscono l'aggregazione.

È stato osservato che, la rete rappresenta un raggruppamento particolare, perchè stabile e mutevole. Precisamente, accanto ad un nucleo stabile di imprese connesse tra loro da legami intensi e che costituiscono il cardine

---

<sup>10</sup> In dottrina, le reti di imprese sono anche conosciute come *costellazioni*, o *cluster*. Per approfondimenti sul tema delle reti si consiglia la lettura di RICCIARDI A., *Le reti di impresa. Vantaggi competitivi e pianificazione strategica*, Franco Angeli, Milano, 2003.

<sup>11</sup> Cfr. BASTIA P., *Gli accordi tra imprese. Fondamenti economici e strumenti informativi*, CLUEB, Bologna, 1989.

dell'aggregazione, si posizionano altre aziende che sviluppano relazioni di collaborazione più deboli, le quali, spesso, si avvicinano senza turbare l'equilibrio dell'aggregazione costituita<sup>12</sup>. In tal senso si può concludere che, l'organizzazione rimane in vita fin quando ciascun partner centrale riesce a beneficiare di una qualche forma di rendimento dall'appartenenza all'aggregazione<sup>13</sup>.

Un'altra peculiarità che distingue le reti da altre tipologie di aggregazioni è la mancanza dell'attributo di esclusività delle relazioni tra le imprese. In altre parole, ciascuna impresa che appartiene ad una rete può, contemporaneamente, svolgere la propria attività con società estranee all'aggregazione, ovvero collaborare con altre reti.

Altro esempio di aggregazione informale impostata su legami tecnico-produttivi è quello offerto dai distretti industriali, particolarmente diffusi nel nostro Paese. Il distretto rappresenta «un'area territoriale con un'alta concentrazione di piccole e medie imprese industriali (...) ad elevata specializzazione produttiva, generalmente caratterizzate da un'intensa interdipendenza dei loro cicli produttivi e fortemente integrate con l'ambiente socio-economico locale che le ospita»<sup>14</sup>. Caratteristica peculiare di tale raggruppamento è la specializzazione su un determinato processo produttivo: tutte le imprese di un distretto esercitano attività correlate alla produzione di un prodotto, che all'interno dell'aggregazione trova completa realizzazione. Infatti, mentre alcune società si focalizzano sulle diverse fasi della filiera produttiva, altre incentrano la propria attività sui servizi di supporto necessari alle prime: la specializzazione su una singola attività o fase del processo

---

<sup>12</sup> Cfr. RICCIARDI A., *Le reti di impresa*, op.cit., p. 80.

<sup>13</sup> In tal senso, tra i principali benefici derivanti dall'aggregazione possiamo segnalare quelli relativi alla condivisione dei costi (soprattutto quelli di ricerca e sviluppo), alla riduzione degli investimenti, allo sfruttamento della capacità produttiva in eccesso, alla possibilità di focalizzarsi sulle competenze distintive. Cfr. RICCIARDI A., *Le reti di impresa*, op.cit., p. 79.

<sup>14</sup> Cfr. RICCIARDI A., *Le reti di impresa*, op.cit., p. 114.

produttivo permette alle società di sviluppare al meglio le proprie competenze e professionalità, assicurando al distretto competitività anche a livello internazionale. Tale successo è inoltre, favorito dallo stretto legame tra il tessuto produttivo e quello sociale, che permette lo sviluppo di relazioni stabili e caratterizzate da fiducia reciproca. In particolare, la condivisione degli stessi valori, favorisce i rapporti di collaborazione tra le imprese e tra i lavoratori agevolando, nel tempo, la condivisione di risorse e competenze.

La forte connotazione territoriale permette ai distretti di beneficiare anche di tutti i vantaggi legati alle economie di agglomerazione, sia dal punto di vista tecnologico, grazie ai continui processi innovativi legati alla rapida diffusione della conoscenza tra imprese concentrate nello spazio, che relativi alla disponibilità di un mercato locale di lavoratori specializzati.

Il ruolo fondamentale che i distretti operano all'interno del tessuto produttivo italiano<sup>15</sup> è comprovato anche dal vivo interesse da parte Legislatore verso tale aggregazione, sul cui tema è intervenuto più volte<sup>16</sup>. In tal senso è opportuno precisare che, a livello giuridico, i distretti sono stati definiti come sistemi produttivi locali, ovvero contesti produttivi omogenei, caratterizzati da una elevata concentrazione di imprese industriali, prevalentemente di piccole e

---

<sup>15</sup> Da fonti Istat del 2001 si rileva l'esistenza in Italia di 199 distretti, nei quali risiedono circa 14 milioni di persone, ovvero il 25% della popolazione italiana.

<sup>16</sup> Il primo intervento legislativo avente ad oggetto i distretti si ha con la legge n. 317 /1991 (Interventi per l'innovazione e lo sviluppo delle piccole e medie imprese) che, all'art. 36, definiva i distretti come aree territoriali locali caratterizzate da un'elevata concentrazione di piccole imprese, con particolare riferimento al rapporto tra la presenza delle stesse e la popolazione residente, nonché alla specializzazione produttiva dell'insieme delle imprese. A tale provvedimento è seguita la legge 140 del 1999 (*Norme in materia di attività produttive*), che ha fornito l'attuale definizione di distretto, affidando alle regioni il compito di individuare le aree distrettuali. Altro provvedimento legislativo che merita di essere citato circa i distretti è la legge finanziaria 2006 (legge 23 dicembre 2005, n. 266) in cui ai commi da 366 a 372 viene dettata, per la prima volta, una speciale disciplina fiscale, amministrativa e finanziaria.

medie dimensioni presentanti una peculiare organizzazione interna, con una accentuata specializzazione produttiva dell'insieme delle stesse imprese<sup>17</sup>.

Come già premesso, le aggregazioni basate su accordi informali possono essere fondate anche su legami di tipo personale. In questi casi, il rapporto che unisce i membri del raggruppamento non è di tipo operativo o finanziario, bensì è connesso esclusivamente alla conoscenza, alla stima, all'affetto che lega i soggetti dominanti le stesse aziende. In tal senso, classici esempi sono costituiti dai *Gentlemen's agreements* e dalle *city communities of interests*.

I *gentlemen's agreements*<sup>18</sup> rappresentano intese informali tra due o più aziende solitamente appartenenti allo stesso settore produttivo, fondate unicamente sulla fiducia, sulla moralità e sul senso di responsabilità e onorabilità delle parti coinvolte. Tali accordi non occasionali, anche se talvolta si protraggono nel tempo, hanno durata precaria, perché non basati su accordi scritti.

La caratteristica peculiare di questa forma collaborativa è l'assenza di sanzioni giuridiche verso l'impresa che viola i patti stabiliti nell'accordo: il tutto è demandato all'onore delle parti, che talvolta, non risulta sufficiente ad

---

<sup>17</sup>A livello Legislativo, *una o più aree territoriali contigue* può essere qualificata come distretto industriale allorquando vengano soddisfatti i presupposti indicati dal Decreto del Ministero dell'Industria Commercio e Artigianato del 21 aprile 1993. Le aree devono, infatti, garantire: 1) un indice di industrializzazione manifatturiera, rappresentato dalla quota di addetti dell'industria sul totale delle attività economiche del territorio (deve superare di almeno il 30% l'analogo indice nazionale, ovvero quello regionale nel caso in cui quest'ultimo sia inferiore al nazionale); 2) una densità imprenditoriale, costituita dal rapporto tra le unità manifatturiere e la popolazione residente (superiore all'analogo indice nazionale); 3) una specializzazione produttiva, costituita dal rapporto tra il numero di addetti occupati in una determinata attività manifatturiera ed il totale degli addetti dell'industria manifatturiera dell'area (anche in questo caso l'indice deve superare la corrispondente media nazionale di almeno il 30%. L'attività manifatturiera rientrante in questo parametro costituisce la classe di specializzazione e viene determinata secondo la classificazione delle attività economiche fatta dall'ISTAT e corrispondere alla realtà produttiva); 4) un certo livello occupazionale locale nell'attività manifatturiera di specializzazione (anche in questo caso superiore al 30% degli occupati manifatturieri dell'area); 5) una quota di occupazione nelle piccole imprese operanti nell'attività manifatturiera di specializzazione che sia superiore al 50% degli occupati in tutte le imprese operanti nell'attività di specializzazione dell'area.

<sup>18</sup> Letteralmente dall'Inglese "accordo tra gentiluomini".

impedire l'implementazione di comportamenti opportunistici. Pertanto, si può concludere che tali intese rimangono in vita fin tanto che ciascuna impresa riterrà la collaborazione economicamente conveniente.

Generalmente, tali accordi hanno come obiettivo quello di determinare i prezzi di vendita, ovvero disciplinare la concorrenza e la distribuzione dei prodotti. Attraverso essi più aziende «si impegnano a seguire una data politica relativamente a questo o a quel settore dell'attività aziendale, come, ad esempio, il volume della produzione, la politica dei prezzi, i mercati di vendita»<sup>19</sup>. Pertanto, quando ciò accade, dal punto di vista delle finalità tali aggregazioni possono essere paragonate ai cartelli: l'utilizzo dell'accordo informale rappresenta, in questi casi, un espediente per concludere un'intesa altrimenti vietata dalla legge a causa degli effetti sulla libera concorrenza.

Un altro tipo di aggregazione fondata su legami di tipo personale è costituita dalle *city communities of interests*<sup>20</sup>. Tale aggregazione, diffusa prevalentemente negli Stati Uniti, si contraddistingue per la presenza di aziende con consigli di amministrazione comuni: infatti, alle relazioni di complementarietà economico-gestionale, che solitamente si manifestano tra le imprese di tali raggruppamenti, si affiancano identici organi di governo, nel senso che all'interno dei consigli di amministrazione di ciascuna società sono presenti le medesime persone.

Infine, aggregazioni di carattere informale possono discendere anche dalla dipendenza finanziaria di alcune aziende verso altre. In particolare, tale tipo di aggregazione si genera allorquando un'impresa, soprattutto in sede di costituzione, ricorre in modo spropositato al capitale di terzi per finanziare i propri investimenti. In realtà, in questi casi, non siamo di fronte alla

---

<sup>19</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 59.

<sup>20</sup> Conosciute anche come comunità di interessi.

costituzione di forme aggregative nel senso propriamente detto: tuttavia, talvolta, l'attività di vigilanza e supervisione esercitata dal finanziatore, solitamente un istituto di credito, sull'impresa, produce gli stessi effetti, in termini di influenza, di altre forme organizzative già analizzate. Soprattutto, quando l'entità dei prestiti accordati è notevole, infatti, il finanziatore, al fine di salvaguardare i propri investimenti, tende ad esercitare un ruolo chiave nella politica di gestione delle società finanziate, influenzandone le rispettive decisioni.

Per calcolare il grado di dipendenza di una società da un finanziatore, abitualmente, si ricorre a due indici: l'indice di indebitamento e quello di autonomia finanziaria<sup>21</sup>. Il primo indicatore esprime il grado di dipendenza dell'azienda dai soggetti esterni, mentre il secondo evidenzia, in termini percentuali, il peso del capitale proprio sul totale delle fonti di finanziamento. In particolare, quando l'indice di indebitamento è elevato (ovvero l'indice di autonomia finanziaria è basso) qualsiasi scelta operata dalla società potrebbe ripercuotersi sul finanziatore: pertanto, quest'ultimo, al fine di tutelare i propri interessi, interverrà, seppur indirettamente, nelle scelte gestionali e strategiche dell'impresa finanziata.

## ***2.2. Le aggregazioni contrattuali***

Gli accordi di tipo contrattuale, all'interno del panorama delle forme aggregative, possono essere posizionati ad un livello intermedio, ovvero tra

---

<sup>21</sup> L'indice di indebitamento può essere calcolato tramite il rapporto tra il totale delle fonti di finanziamento acquisite all'esterno e il totale delle fonti di finanziamento. L'indice di autonomia finanziaria, invece, viene determinato attraverso il rapporto tra capitale netto e il totale delle fonti di finanziamento.

quelli di natura informale e quelli a carattere patrimoniale. Siffatte forme di collaborazione si caratterizzano per la presenza, in luogo dell'intesa verbale, di un negozio giuridico scritto che regola la diretta volontà delle parti di condividere per un tempo più o meno lungo l'esercizio di una o più fasi dell'attività aziendale. La redazione di tale contratto, nel quale vengono definiti la durata e le condizioni dell'accordo nonché i diritti e gli obblighi delle parti, permette di assicurare all'aggregazione maggiore stabilità<sup>22</sup>.

Ciò nonostante, la presenza di un accordo scritto e vincolante, limita la flessibilità dell'aggregazione. In contesti particolarmente dinamici e mutevoli, questo potrebbe rappresentare un vero e proprio ostacolo sia per l'attuazione di nuove intese, che per gli adeguamenti di quelle già in essere alla nuove condizioni ambientali.

Le aggregazioni di carattere contrattuale, empiricamente sono quelle più numerose per tipologie e configurazioni. Tra le più importanti, ricordiamo quelle che si originano in seguito ai contratti di affitto di azienda, i cartelli, i consorzi, i Gruppi Europei di Interesse Economico, le joint venture, le associazioni temporanee di imprese, nonché i franchising.

Con il contratto di affitto di azienda, un'impresa, detta affittuaria, ottiene il controllo di tutti i beni e delle strutture di un'altra società, detta locatrice, disponendone secondo i propri programmi ed obiettivi, dietro il pagamento di un canone prestabilito.

La stipula del contratto permette la costituzione di una sorta di aggregazione, solitamente a lunga durata, tra le società che instaurano il negozio giuridico in

---

<sup>22</sup> In tal senso l'inserimento di specifiche disposizioni in tema sanzionatorio, infatti, può rappresentare un valido elemento deterrente contro l'adozione di comportamenti opportunistici. Tuttavia, a prescindere dall'accordo in essere, la condizione necessaria e sufficiente affinché tali intese contrattuali perdurino nel tempo è il ritorno economico che l'appartenenza all'aggregazione può assicurare a ciascuna impresa.

oggetto<sup>23</sup>: talvolta, l'accordo può essere anche a tempo indeterminato, producendo, sostanzialmente, gli stessi effetti di una cessione di azienda, seppur mascherata formalmente dal contratto in essere.

L'azienda locatrice, in seguito alla stipula del contratto, muta la propria attività da operativa a finanziaria, limitandosi alla riscossione dei canoni periodici derivanti dal contratto. L'impresa affittuaria, invece, grazie all'accordo giuridico, entra nella disponibilità dei beni della società locatrice che gestisce per raggiungere i propri obiettivi. In tal modo, soprattutto quando il contratto riguarda tutte le attività di un'azienda, la società affittuaria, ottiene gli stessi effetti che si sarebbero raggiunti con l'eventuale acquisto del complesso già funzionante<sup>24</sup>, con il beneficio di non dover sostenere gli ingenti costi di struttura necessari in caso di avvio di una nuova attività.

I cartelli rappresentano una forma di aggregazione dove le imprese che vi partecipano si impegnano, nel comune interesse, a rispettare determinati vincoli comportamentali al fine ridurre ovvero, disciplinare la concorrenza in un determinato mercato<sup>25</sup>. L'accordo si sostanzia in un'obbligazione negativa (obbligazione di non fare) tramite cui le parti cercano di autoregolamentare il proprio comportamento in termini di prezzi e/o quantità da produrre e/o vendere, di mercati di sbocco da servire, di canali distributivi da utilizzare, di caratteristiche qualitative del prodotto o del servizio offerto. Talvolta, il rispetto degli accordi viene assicurato dalla costituzione di un organo centrale

---

<sup>23</sup> Invero, una parte della dottrina non concorda nel considerare il contratto di fitto d'azienda come fattispecie aggregativa, sottolineando in tal senso che tra proprietario ed affittuario non si crea nessun legame di collaborazione ma soltanto un vincolo giuridico.

<sup>24</sup> Principalmente in termini di avviamento e di tutto ciò che ne deriva.

<sup>25</sup> Possiamo concludere che, i cartelli rappresentano la versione contrattuale dei gentlemen's agreements. Uno tra i più importanti cartelli esistenti nel panorama economico mondiale è quello costituito dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (Organization of the Petroleum Exporting Countries) comprende, attualmente, undici Paesi, associati al fine di negoziare, con le compagnie petrolifere, gli aspetti relativi alla produzione di petrolio, i prezzi e concessioni.

di controllo incaricato di vigilare esclusivamente sul rispetto degli accordi fissati.<sup>26</sup>

La presenza di aggregazioni come quelle costituite dai cartelli all'interno del panorama economico mondiale sconvolge i naturali equilibri concorrenziali, producendo effetti negativi per i consumatori, in termini di qualità, quantità e prezzi.<sup>27</sup> Pertanto, la costituzione di tali organizzazioni è osteggiata dai diversi legislatori nazionali: in particolare, il Parlamento italiano è intervenuto sulla materia con la legge 287/90, vietando qualsiasi forma di intesa che possa limitare la concorrenza all'interno dei mercati.

Il consorzio rappresenta un'organizzazione composta da due o più imprese indipendenti finalizzata alla realizzazione di un'attività in comune. Il nostro ordinamento disciplina questo istituto all'interno del libro V – titolo X del codice civile ex artt. 2602 e ss.<sup>28</sup>.

La principale caratteristica che contraddistingue un consorzio è la costituzione di un'organizzazione terza rispetto alle aziende consorziate basata sui conferimenti effettuati: tale struttura, dotata di propria autonomia giuridica, ha come principale obiettivo quello del coordinamento e del controllo delle attività consorziate.<sup>29</sup>

I consorzi possono costituirsi per mezzo di un contratto associativo ovvero mediante la costituzione di una società consortile. In particolare, in funzione della struttura assunta dall'organizzazione, possiamo distinguere:

---

<sup>26</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit, p. 33.

<sup>27</sup> Uno tra i più importanti cartelli esistenti nel panorama economico mondiale è quello costituito dall'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (Organization of the Petroleum Exporting Countries) comprende, attualmente, undici Paesi, associati al fine di negoziare, con le compagnie petrolifere, gli aspetti relativi alla produzione di petrolio, i prezzi e concessioni.

<sup>28</sup> L'art. 2602, in particolare, stabilisce che «con il contratto di consorzio più imprenditori istituiscono un'organizzazione comune per la disciplina o per lo svolgimento di determinate fasi delle rispettive imprese».

<sup>29</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit, p. 34

- consorzi con sola attività interna, in cui l'organizzazione si attiva per soddisfare le necessità delle aziende appartenenti;
- consorzi con attività esterna, dove l'organizzazione svolge anche attività con i terzi attraverso la produzione e il commercio di beni e servizi;
- consorzi-società, quando l'organizzazione si esplicita in una società con scopo in ogni modo consortile.

Talvolta il consorzio, a causa degli effetti che potrebbe determinare dal punto di vista concorrenziale, viene paragonato al cartello. Il consorzio, tuttavia, cerca di stimolare, attraverso la creazione di una specifica organizzazione, la cooperazione tra le aziende nello svolgimento di determinate attività nella logica del libero mercato; pertanto, a differenza del cartello, non si pone come obiettivo quello di conservare una posizione di privilegio sul mercato limitando la concorrenza.

È stato osservato che «in sostanza nel consorzio si ha una prospettiva inversa rispetto al cartello: in questo è primaria l'obbligazione negativa e come effetto collaterale vi è il coordinamento e l'integrazione di determinati aspetti dell'attività degli associati; in quello è prevalente la creazione di un'organizzazione unitaria che porta come conseguenza anche certi limiti di comportamento per le singole aziende»<sup>30</sup>.

Aggregazione affine al consorzio, ma con vocazione più internazionale, è quella conosciuta come Gruppo Europeo di Interesse Economico (GEIE).

Il GEIE è uno strumento giuridico, introdotto verso la fine degli anni Ottanta, creato per favorire la cooperazione tra le imprese dei diversi Paesi dell'Unione

---

<sup>30</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 36

Europea.<sup>31</sup> Infatti, condizione fondamentale e imprescindibile per la costituzione di una simile aggregazione è la presenza di imprese di almeno due diversi Stati dell'Unione Europea, le quali sono vincolate a stipulare un contratto soggetto a registrazione nel registro delle imprese.

Il legislatore, pur lasciando ampia autonomia alle parti circa l'organizzazione dell'aggregazione, ha previsto alcuni organi basilari, quali:

- una consulta dei membri, ovvero un organo collegiale composto da tutte le aziende aderenti al raggruppamento, con funzioni decisionali;
- un organo amministrativo, anche di natura collegiale, nominato dalla consulta dei membri, con funzioni esecutive e di rappresentanza legale.

In tema di responsabilità, va precisato che i membri di tale organizzazione rispondono illimitatamente e solidariamente per le obbligazioni comuni. Questa caratteristica rappresenta uno dei principali limiti che ha ostacolato la diffusione del GEIE, specie in Italia. Infatti, i creditori, semplicemente dopo aver richiesto il pagamento al Gruppo, e lo stesso non abbia operato in tal senso entro un congruo termine, possono agire nei confronti dei membri.<sup>32</sup>

Come già accennato, il GEIE ha per oggetto lo sviluppo della collaborazione tra imprese di diversi Stati membri. L'attività esercitata, pertanto, ha carattere ausiliario rispetto a quella dei suoi associati, che rimangono del tutto autonomi ed indipendenti sotto il profilo economico. Questo implica che l'operatività di un GEIE è soggetta a diverse limitazioni. Tale organizzazione, infatti, non può avere scopo di lucro: qualora, di fatto, venissero prodotti utili, essi dovranno essere proporzionalmente attribuiti in via diretta ai singoli membri. In

---

<sup>31</sup> Con il Regolamento 2137 del 25 luglio 1985, il Consiglio delle Comunità europee ha istituito il Gruppo europeo di interesse economico. In Italia, il Regolamento è stato recepito con il D.lgs. 23 luglio 1991, n. 240 in attuazione della legge delega 29 dicembre 1990, n. 428, art. 17.

<sup>32</sup> A tal proposito, va precisato che la normativa non prescrive vincoli in termini di capitale proprio, il quale può anche essere nullo; tuttavia, il contratto costitutivo può prevedere la creazione di fondo patrimoniale iniziale alimentato dai conferimenti delle aziende partecipanti.

aggiunta, esso non può avere potere di direzione o di controllo sui suoi membri o su un'impresa terza, non può impiegare un numero superiore a cinquecento lavoratori e non può neppure ricorrere al pubblico risparmio<sup>33</sup>.

Infine, va ricordato che, il rilievo esterno che l'organizzazione può assumere ha portato il legislatore italiano a prescrivere, anche per il GEIE, la tenuta delle scritture contabili previste per gli imprenditori commerciali.

Empiricamente, una tra le forme aggregative più diffuse è costituita dalla joint venture, organizzazione di origine americana introdotta verso la fine dell'Ottocento, e successivamente sviluppatasi nel resto del mondo.

Attraverso la costituzione di tale aggregazione, due o più imprese, giuridicamente indipendenti, si impegnano a collaborare per la realizzazione di un'attività, industriale o commerciale, suddividendone rischi e benefici. Da un punto di vista strutturale, una joint venture può essere implementata tramite la costituzione di una nuova società, ovvero tramite la stipula di un contratto.

Nel primo caso, due o più imprese costituiscono una nuova società (joint venture corporation), autonoma rispetto ad esse e di cui condividono la proprietà, al fine di realizzare e sviluppare in forma congiunta attività economiche definite, che comportano rischi elevati e richiedono un elevato impegno finanziario, per un periodo di tempo limitato o illimitato<sup>34</sup>.

Nella seconda fattispecie, invece, in luogo della costituzione di una nuova azienda, vi è la stipula di un contratto tra le aziende che fissa, in modo puntuale, obiettivi e termini dell'accordo. Rispetto alla joint venture corporation, quella contrattuale, costituisce una modalità organizzativa molto

---

<sup>33</sup> Per approfondimenti sulle limitazioni cui è soggetto un GEIE si rimanda all'art. 3 par. 2 del Regolamento Cee 2137/1985, dove vengono elencate in modo esaustivo, nonché all'ampia letteratura sul tema.

<sup>34</sup> Cfr. BREALEY R.C.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 2003.

più flessibile poiché non comporta i notevoli investimenti economici e patrimoniali necessari per la costituzione di una nuova società.

Come è stato osservato «la differenza, posto che comunque il rapporto primario, che definisce la sostanza del raggruppamento, è l'accordo contrattuale di collaborazione fra più aziende per lo svolgimento in comune di un'attività economica, sta nella costituzione o meno, in chiave puramente strumentale, della "corporation". Nel caso affermativo sull'intesa di base si innesta la condivisione del controllo proprietario, del finanziamento e della definizione di obiettivi e strategie della nuova impresa la quale resta comunque giuridicamente indipendente dai vari partner»<sup>35</sup>.

In dottrina, molti studiosi hanno cercato di individuare i fattori che contribuiscono al buon andamento di una joint venture: è opinione condivisa, che il successo di tale aggregazione è legato alla definizione precisa e puntuale di un obiettivo strategico comune realmente condiviso tra le parti. L'assenza di tale presupposto, come numerose esperienze empiriche hanno dimostrato, rischia di minare già in partenza le basi di una proficua cooperazione, traducendosi, il più delle volte, in una precoce interruzione dell'iniziativa intrapresa<sup>36</sup>.

Le associazioni temporanee rappresentano delle aggregazioni tra due o più imprese realizzate per lo svolgimento di una singola attività e/o processo di particolare dimensione o complessità. Attraverso tali organizzazioni si consente a più imprese di cooperare per eseguire un unico contratto, associando mezzi tecnici ed economici, nonché capacità specifiche di ciascuna azienda.

---

<sup>35</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 48.

<sup>36</sup> Sul punto si veda RICCIARDI A., *Le reti di imprese*, op.cit., p. 36.

Tali associazioni si costituiscono, solitamente, per la realizzazione di un determinato progetto, la cui esecuzione, per l'entità delle risorse necessarie, sarebbe preclusa alla singola impresa, la quale coinvolge altri soggetti per l'attuazione in forma congiunta dell'opera in oggetto. Esempi tipici di progetti per cui si costituisce un'aggregazione di impresa sono quelli delle grandi opere pubbliche (autostrade, scuole, ecc.) o private (la vendita di impianti chiavi in mano di centrali elettriche). Solitamente, tali aggregazioni vengono distinte in

- orizzontali, dove le imprese presentano analoghe specializzazioni tecniche e l'associazione viene costituita allo scopo di ripartire la realizzazione di un progetto che richiede ingente quantità di lavoro (come nel caso della costruzione di un'autostrada);
- verticali, in cui le imprese sono specializzate in settori tecnologici diversi e si collocano nei diversi stadi nei quali si articola l'intero processo produttivo (la costruzione di una centrale elettrica, ad esempio, richiede competenze diversificate che una singola impresa di rado possiede).

La caratteristica peculiare di tali associazioni è la temporaneità: l'aggregazione rimane in vita per un periodo di tempo limitato, cioè quello necessario al completamento dell'opera per cui l'aggregazione è stata costituita.

Le imprese che fanno parte dell'associazione temporanea rimangono autonome sia dal punto di vista giuridico che ai fini della gestione. Ciascuna impresa, pertanto, sia pure in modo concordato con le altre, esegue direttamente con i propri mezzi e con la propria organizzazione una parte dell'opera, rispondendone direttamente verso il committente. Inoltre si precisa che, l'associazione è rappresentata all'esterno da un'unica impresa, ovvero quella capogruppo: essa viene designata dalle società partecipanti all'associazione ed

ha come compiti quelli di gestire i rapporti con il committente e di coordinare i lavori del raggruppamento.

Un'aggregazione in cui i legami tra le imprese sono molto intensi, è quella che si origina nel franchising. Quest'ultimo rappresenta un contratto tra due soggetti, giuridicamente ed economicamente indipendenti, mediante cui una società (generalmente, un'impresa industriale o esercitante il commercio all'ingrosso) denominata "*franchisor*", concede ad un'altra azienda, detta "*franchisee*", il diritto di gestire in proprio una certa attività economica avvalendosi delle competenze e dei segni distintivi (marchi e insegne) della prima nel pieno rispetto di un modello prestabilito.

Generalmente, il *franchisee*, definito anche *affiliato*, si impegna, inoltre, a pagare un corrispettivo composto da una quota fissa (*entry fee*) e da una parte variabile in funzione del volume di affari conseguito dall'affiliato (la *royalty*).

Il Legislatore, considerata l'ampia diffusione di tale modalità aggregativa soprattutto nell'ambito commerciale, è intervenuto per regolare tale materia con apposito provvedimento legislativo, la legge n. 129 del 2004, in cui definisce i diritti ed obblighi di ciascun soggetto coinvolto nella relazione di affiliazione.<sup>37</sup>

Come appena accennato, la principale attività oggetto di franchising è quella distributiva, in cui l'affiliato assume in proprio le attività di distribuzione e di vendita dell'affiliante, utilizzando know how commerciale, insegne e marchi del franchisor. Comunque, il franchising può avere ad oggetto attività

---

<sup>37</sup> L'art. 1 della legge citata definisce il franchising come "(...) il contratto, comunque denominato, fra due soggetti giuridici, economicamente e giuridicamente indipendenti, in base al quale una parte concede la disponibilità all'altra, verso corrispettivo, di un insieme di diritti di proprietà industriale o intellettuale relativi a marchi, denominazioni commerciali, insegne, modelli di utilità, disegni, diritti di autore, know-how, brevetti, assistenza o consulenza tecnica e commerciale, inserendo l'affiliato in un sistema costituito da una pluralità di affiliati distribuiti sul territorio, allo scopo di commercializzare determinati beni o servizi".

differenti, come quella dei servizi (soprattutto nel campo della ristorazione, dove un classico esempio è costituito dalla catena dei Mc Donald's) o quella industriale.

L'esteso utilizzo di tale modalità organizzativa è, senza dubbio, legato ai reciproci vantaggi di cui beneficiano le imprese che stipulano un contratto di franchising. Infatti, da un lato, il franchisor aumenta il proprio potere di controllo sul mercato di sbocco evitando di irrigidire la struttura<sup>38</sup>. Il franchisee, invece, beneficia dell'immagine e del know how tecnico dell'affiliante, nonché di una riduzione dei tempi e soprattutto dei capitali necessari per l'avvio dell'attività imprenditoriale.<sup>39</sup>

### ***2.3. Le aggregazioni patrimoniali***

Le aggregazioni dove la coesione tra le imprese è massima sono rappresentate da quelle a carattere patrimoniale o "equity". Tali organizzazioni si formano allorquando un'impresa entra in possesso della titolarità di una parte del patrimonio di altre aziende, divenendo, di fatto, comproprietaria delle stesse. Lo strumento che, solitamente, permette la costituzione di tali aggregazioni è rappresentato dalla partecipazione azionaria.

Nel nostro paese, l'aggregazione patrimoniale tipica per eccellenza è costituita dai gruppi aziendali, di cui si tratterà ampiamente nel prosieguo; in altri paesi

---

<sup>38</sup> Inoltre, specie quando il contratto ha per oggetto l'attività distributiva, il franchisor beneficia anche della riduzione della dipendenza dalle vendite della grande distribuzione.

<sup>39</sup> Cfr. RICCIARDI A., *Le reti di imprese*, op.cit., p. 100.

si sono sviluppate altre forme di aggregazioni patrimoniali: in particolare, in Germania i *Konzern*, mentre, in America, in passato, i *Trust*.

Il *Konzern* rappresenta un'aggregazione di imprese peculiare del panorama industriale tedesco, sviluppatasi nel bacino della Ruhr a cavallo tra le due guerre mondiali.

Il rapido sviluppo di questo raggruppamento, a partire dalla fine della prima guerra mondiale, fu particolarmente agevolato dall'azione dello Stato, il quale attraverso esso, incoraggiava e sosteneva lo sviluppo industriale, favorendo anche l'espansione delle aziende sui mercati esteri.

Inizialmente, facevano parte di tale aggregazione solo quelle imprese che svolgevano attività omogenea ed appartenenti allo stesso settore. Successivamente, con lo sviluppo del fenomeno, all'interno dei *Konzern*, vennero progressivamente ricomprese anche società con attività eterogenea.

Come per i gruppi aziendali, le caratteristiche distintive di un *Konzern* sono rappresentate dalla presenza di un insieme di imprese giuridicamente autonome, è dall'unità d'azione dell'aggregato: in particolare, a livello giuridico, la normativa tedesca stabilisce che si è in presenza di un *Konzern* allorché un'impresa dominante ed una o più imprese dipendenti, vengono

riunite sotto la direzione unitaria (“*einheitliche Leitung*”) dell’impresa dominante medesima<sup>40</sup>.

Normalmente, anche all’interno dei *Konzern* le imprese sono collegate da legami di natura partecipativa; tuttavia, come lascia intendere la definizione giuridica, talvolta i rapporti di collegamento possono essere basati su contratti idonei a garantire il controllo. In tal senso, sono noti i cosiddetti *contratti di dominio* tramite cui alcune imprese si impegnano a seguire le direttive della società capogruppo, la quale esercita l’attività di direzione e coordinamento sulle controllate, indipendentemente dal possesso di partecipazioni in tali aziende.

I *Trust*, sviluppatasi in America negli ultimi decenni dell’Ottocento, hanno rappresentato un altro esempio di aggregazione patrimoniale, in cui le partecipazioni venivano affidate ad un organismo centrale che si occupava di gestire l’intero raggruppamento. Tuttavia, a causa degli effetti provocati sulla libera concorrenza, i trust sono stati dichiarati illegali nel 1890, come si approfondirà meglio nel quarto paragrafo, a cui si rimanda.

---

<sup>40</sup> L’ordinamento tedesco è stato il primo in Europa a regolamentare il fenomeno dei gruppi (intesi come *konzern*) già a partire dal 1937. La definizione tuttora in vigore, risale alla riforma societaria del 1965. In particolare, l’art. 18 dell’*Aktiengesetz* tedesco recita in tal senso: «*Sind ein herrschendes und ein oder mehrere abhängige Unternehmen unter der einheitlichen Leitung des herrschenden Unternehmens zusammengefaßt, so bilden sie einen Konzern; die einzelnen Unternehmen sind Konzernunternehmen. Unternehmen, zwischen denen ein Beherrschungsvertrag (§ 291) besteht oder von denen das eine in das andere eingegliedert ist (§ 319), sind als unter einheitlicher Leitung zusammengefaßt anzusehen. Von einem abhängigen Unternehmen wird vermutet, daß es mit dem herrschenden Unternehmen einen Konzern bildet. Sind rechtlich selbständige Unternehmen, ohne daß das eine Unternehmen von dem anderen abhängig ist, unter einheitlicher Leitung zusammengefaßt, so bilden sie auch einen Konzern; die einzelnen Unternehmen sind Konzernunternehmen.*»

### ***3. La definizione di gruppo***

La forma di aggregazione più importante e diffusa nel panorama economico mondiale, dove il sistema di vincoli per le imprese partecipanti è massimo, è rappresentata dai gruppi aziendali.

La trattazione di una realtà complessa come quella in oggetto non è attività particolarmente agevole, considerando anche il fatto che il concetto stesso di “*gruppo*” non trova una definizione unanime nella letteratura, dove talvolta viene inteso in un senso più restrittivo, ed altre volte in senso più ampio.

Ad ogni modo, in dottrina è opinione condivisa che un’aggregazione di imprese, possa essere considerata un gruppo solo se presenta almeno le seguenti caratteristiche:

- una pluralità di soggetti giuridici;
- un unico soggetto economico che eserciti un potere di direzione e coordinamento;

Talvolta, oltre a questi elementi distintivi “minimi” necessari per qualificare un gruppo, alcuni studiosi ne considerano altri. In particolare, il Cassandro, in aggiunta, sottolinea l’importanza della presenza di legami partecipativi tra le imprese, in mancanza dei quali l’aggregazione in essere non costituirebbe un gruppo vero e proprio.

Lo stesso, nello specifico, individua i seguenti elementi costitutivi:

- «esistenza di più imprese aventi ciascuna un’autonomia giuridica propria;

- struttura societaria azionaria o, più raramente, a responsabilità limitata delle singole imprese;
- legame finanziario stabilito per attuare l'aggregazione e rappresentato dal possesso, da parte di una società del gruppo, della maggioranza o, comunque, di una congrua parte delle azioni o delle quote rappresentative del capitale delle altre società, in guisa che tale società possa praticamente attuare il controllo e la direzione di tutte le imprese del gruppo».<sup>41</sup>

Sostanzialmente in linea col Cassandro sono le posizioni in tal senso assunte dal Terzani e dal Passaponti. Per il primo, il gruppo è «un complesso economico costituito da più aziende, aventi in prevalenza la forma giuridica di società per azioni, le quali, pur mantenendo la loro autonomia giuridica, vengono controllate da un medesimo soggetto economico che, avendo la facoltà di prendere le decisioni più opportune per il buon andamento del gruppo, coordina l'attività di ognuna secondo un indirizzo unitario».<sup>42</sup>

Similmente, il Passaponti definisce il gruppo come «un istituto economico formalmente costituito da più aziende, ciascuna individuata da un proprio soggetto giuridico, ma tutte gestite secondo gli indirizzi di un comune soggetto economico»<sup>43</sup>. Anche quest'ultimo sottolinea l'importanza del legame partecipativo, indicandolo come l'unica modalità tramite la quale il soggetto economico può affermare le proprie prerogative sulle società controllate.<sup>44</sup>

Il Sarcone nel circoscrivere il fenomeno in oggetto pone in particolare rilievo l'importanza della direzione unitaria da parte della capogruppo. Lo stesso, infatti, ritiene essenziale integrare gli elementi costitutivi già indicati dal

---

<sup>41</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 80.

<sup>42</sup> Cfr. TERZANI S., *Il sistema dei bilanci*, Franco Angeli, Milano, 2002, p. 291.

<sup>43</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 70.

<sup>44</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 104.

Cassandro, necessari per definire il gruppo da un punto di vista esteriore, di un ulteriore elemento di natura sostanziale: la direzione unitaria delle imprese aggregate. L'esercizio concreto di tale potere, infatti, permette di discernere un gruppo in senso stretto da un'associazione di imprese, in cui è assente una direzione unitaria. Il Sarcone, inoltre, precisa che, normalmente, l'attività di direzione della controllante sulle controllate si esplica mediante la nomina nei consigli di amministrazione delle consociate, di persone di fiducia che seguono le direttive del soggetto economico<sup>45</sup>.

Per l'Azzini, un gruppo si origina quando all'interno di un'aggregazione, «ogni unità perde la propria autonomia economica e si manifesta come unità economica relativa: in esso ha funzione e carattere di parte complementare»<sup>46</sup>. Per l'Azzini i principali caratteri che contraddistinguono un gruppo sono costituiti dall'unità e dall'autonomia dell'attività di gruppo, nonché dall'indipendenza formale delle singole unità che formano l'aggregazione.<sup>47</sup> Lo stesso, infatti, pur concordando che abitualmente le unità del gruppo assumono la forma di società di capitali, non esclude che tali aggregazioni possano essere formate da imprese costituite nelle forme di società di persone e di ditte individuali<sup>48</sup>.

Da quanto esposto si può dedurre pertanto che, una parte della migliore dottrina economico-aziendale italiana concepisce un gruppo come un'aggregazione composta da più società, preferibilmente di capitali e giuridicamente indipendenti, legate da un vincolo partecipativo, che permette

---

<sup>45</sup> Cfr. SARCONE S., *I gruppi aziendali*, Giappichelli Editore, Torino, 1993, p. 15.

<sup>46</sup> Cfr. AZZINI L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, Giuffrè, Milano, 1964, p. 27.

<sup>47</sup> Cfr. AZZINI L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, op.cit., p. 27; CINQUE E., *I gruppi economici. Profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, CEDAM, Padova, 2000, p. 24 nota 36

<sup>48</sup> Cfr. AZZINI L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, op.cit., p. 25. Su tale punto concorda anche il Guatri, il quale sottolinea che i gruppi, frequentemente, sono composti da imprese minori. GUATRI L., *La produzione e il mercato*, Giuffrè, Milano, 1950, p. 208.

alla società capogruppo di esercitare il potere di direzione e controllo delle controllate.

Un'altra parte della dottrina, invece, fonda il concetto di gruppo, sulla sola circostanza che una società eserciti l'attività di direzione e controllo di altre imprese indipendentemente dall'esistenza di un legame partecipativo. Secondo questi, infatti il possesso azionario non rappresenterebbe un elemento necessariamente decisivo, poiché il potere di direzione e controllo può essere suscitato anche da un contratto, da una situazione di fatto e, in generale, da qualsiasi fattore che consente, in concreto di esercitarlo.

In tal senso, il Saraceno definisce il gruppo come «un complesso di imprese che, pur dotate ciascuna di un proprio soggetto giuridico, hanno in comune il soggetto economico; in altri termini, si ha un gruppo quando una persona o un gruppo di persone hanno il potere di determinare l'indirizzo di gestione di più imprese che si presentano come autonome»<sup>49</sup>.

Dalla definizione, risulta evidente che il Saraceno non individua nel legame partecipativo un elemento essenziale per la formazione dell'aggregazione in oggetto: quest'ultimo, infatti, assegna la qualifica di gruppo a tutte quei raggruppamenti che, in sostanza, presentano un comune indirizzo di gestione.

In aggiunta, il Saraceno, come l'Azzini, ed a differenza del Cassandro, non fa riferimento esclusivamente alle società di capitali quali soggetti membri un di gruppo, ma si limita ad utilizzare un generico termine "imprese": ciò lascia presumere anche per egli, le società di persona potrebbero costituire dei componenti di tali raggruppamenti.

La Picciotto, concordando col Saraceno, enfatizza il concetto di unitarietà dell'aggregazione, sottolineando che un gruppo non deve essere

---

<sup>49</sup> Cfr. SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria, Venezia, 1978, p. 55.

necessariamente basato su legami di natura partecipativa. Soprattutto alla luce delle recenti disposizioni legislative in materia<sup>50</sup>, la stessa sottolinea che l'influenza su una società può esercitarsi anche attraverso particolari vincoli contrattuali, configurando l'ipotesi di controllo di fatto.<sup>51</sup>

Nello specifico, la Picciotto definisce il gruppo come «la forma più intensa di aggregazione, essendo suscettibile di originare una entità economica unitaria in virtù dei particolari legami che si istituiscono tra le aziende coinvolte»<sup>52</sup>. Quest'ultima ribadisce che il requisito fondamentale di un gruppo, concepito come un particolare tipo di azienda unica, risulta essere la presenza di un unico soggetto economico che coordina e dirige l'attività dell'intero complesso, a prescindere dal possesso di partecipazioni nel capitale.

Da ultimo, deve essere precisato che, un'altra parte della dottrina, non focalizza l'attenzione sugli elementi strutturali di un gruppo, bensì sui risultati che una siffatta struttura, in un'ottica strategica, può determinare.

In particolare, il D'Amico circoscrive il gruppo «come una struttura in grado di raggiungere situazioni di equilibrio per “fluttazioni” mediante una possibile e contigua ricomposizione dell'insieme»<sup>53</sup>. Lo stesso parte dalla premessa che, in un periodo, come quello attuale, dove i fattori critici di successo sono rappresentati dalla conoscenza e dalla capacità di apprendimento ad essa collegata, il gruppo può consentire, difatti, l'implementazione di un patrimonio di conoscenze. In particolare, questo può accadere per mezzo di un lento

---

<sup>50</sup> In particolare, si fa riferimento alle disposizioni in tema di gruppi contenute nella riforma del diritto societario (D.Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003), di cui si approfondirà più avanti.

<sup>51</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 52.; CINQUE E., *I gruppi economici. Profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, op.cit.

<sup>52</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 52.

<sup>53</sup> In particolare, il D'Amico critica la visione del gruppo come variante organizzativa della grande impresa, propria del Cassandro e dell'Azzini. D'AMICO, in MARCHI L.- ZAVANI M., *Economia dei gruppi e bilancio consolidato. Una interpretazione degli andamenti economici e finanziari*, Giappichelli Editore, Torino, 2004, p. 11.

processo di accumulazione interna<sup>54</sup>, ovvero tramite l'inclusione (e l'assorbimento del relativo patrimonio di conoscenze) di aziende precedentemente esterne al gruppo. Pertanto, secondo questa ottica, il gruppo viene concepito come una sorte di mezzo essenziale per acquisire le competenze distintive, fonte di vantaggio competitivo.

A complicare ulteriormente il quadro, si inseriscono le disposizioni civilistiche in materia di gruppi, oggetto di approfondimento successivo<sup>55</sup>. Ad ogni modo, è bene precisare fin da ora che, il codice civile non contiene una definizione puntuale di gruppo. A tal proposito neppure la riforma societaria, che secondo molti doveva colmare tale lacuna ha operato in tal senso limitandosi ad integrare la disciplina previgente ed ampliando l'ambito di applicabilità della normativa<sup>56</sup>. In particolare, è stato osservato che «si è rinunciato a fornire una puntuale definizione di gruppo, stante le difficoltà – se non l'impossibilità – di contemplare i molteplici aspetti, presenti e futuri di una “creazione imprenditoriale” espressione di una realtà operativa in continua evoluzione»<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Ovvero, attraverso un continuo scambio di informazioni tra le società che già compongono il gruppo.

<sup>55</sup> In particolare si rimanda al paragrafo 5.

<sup>56</sup> La riforma del diritto societario, come già accennato, contenuta nel D. Lgs. n. 6 del 17 gennaio 2003 e successivamente modificata con il D. Lgs. n. 37 del 6 febbraio 2004, ha introdotto nel nostro ordinamento specifiche disposizioni in materia di direzione e coordinamento di società.

<sup>57</sup> SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 48.

#### ***4. Gli elementi costitutivi di un gruppo***

Un raggruppamento di imprese, come evidenziato nelle definizioni classiche, può essere considerato un gruppo aziendale solo quando risultano presenti, contemporaneamente, una serie di elementi che contraddistinguono in modo univoco l'aggregazione. In particolare, sono presupposti imprescindibili:

- 1) la presenza di più società con propria autonomia giuridica;
- 2) l'esistenza di un unico soggetto economico che eserciti una direzione unitaria di tutte le imprese aggregate;
- 3) il controllo, basato abitualmente sul possesso di partecipazioni di controllo, della capogruppo sulle controllate.

Il primo elemento caratterizzante un gruppo aziendale è rappresentato dall'indipendenza formale delle singole imprese che fanno parte dell'aggregazione, le quali sono in grado di esprimere una distinta personalità giuridica.

La maggior parte della letteratura presente in tema di raggruppamenti<sup>58</sup> evidenzia che all'interno di tali aggregazioni possono essere individuati tanti soggetti giuridici quante sono le società che compongono il gruppo. Su tale aspetto, il Passaponti precisa che, solo ed esclusivamente le società di capitali possono far parte di tali aggregazioni, sottolineando che, in caso contrario, non potrebbero instaurarsi legami di natura partecipativa<sup>59</sup>. La prevalenza

---

<sup>58</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 83; PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 94 e ss.

<sup>59</sup> Su tale punto, la dottrina non è concorde. In particolare, l'Azzini, come già accennato, puntualizza che non necessariamente tutte le unità del gruppo debbano avere distinta una personalità giuridica (caratteristica tipica delle società di capitale). Lo stesso, infatti, ammette la possibilità che all'interno del gruppo siano presenti anche società di persone e ditte individuali. AZZINI L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, op.cit., p. 25.

dell'elemento personale, infatti, pregiudicherebbe l'effettivo esercizio del potere di gestione e di controllo<sup>60</sup>.

Per lo stesso, un gruppo «rappresenta una pluralità di soggetti giuridici (...) perché si articola su più unità componenti ciascuna dotata di propria personalità giuridica. È solo con le società di capitali<sup>61</sup> che è possibile ottenere il controllo effettivo dell'attività economica e realizzare così quel particolare modello di struttura che caratterizza il gruppo e lo differenzia dalle altre specie di aggregazioni aziendali»<sup>62</sup>.

Ovviamente, l'esistenza di ulteriori legami, di natura contrattuale o personale, rispetto a quello partecipativo, non fa altro che rinforzare l'organizzazione in essere. Tuttavia, la presenza di rapporti non partecipativi non è sufficiente, da sola, a qualificare l'aggregazione come gruppo aziendale<sup>63</sup>.

Inoltre, l'esistenza di una pluralità di società ciascuna dotata di autonomia giuridica, consente di distinguere il gruppo dall'impresa divisa, dove il soggetto giuridico, anche in presenza di divisioni con ampie autonomie amministrative, rimane unico. Talvolta, infatti, il gruppo e l'azienda multidivisionale, possono presentare numerose analogie in termini di dimensione, mercati serviti, decentramento amministrativo, specializzazione

---

<sup>60</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 95.

<sup>61</sup> Il Passaponti, infatti ribadisce che «solo queste (le società di capitali) assumono giuridica autonomia rispetto alla collettività dei soci sia nei rapporti interni che in quelli esterni, esprimono direttamente una propria volontà per mezzo dei rispettivi organi, sono dotate di un personale patrimonio e di una propria specifica organizzazione». Nelle società di persona, invece, «l'elemento prevalente rimane la collettività dei soci. La struttura sociale è soltanto un'espressione sintetica, un modo di organizzare le relazioni economiche tra i sottoscrittori delle quote e di regolare la loro reciproca posizione. I rapporti, sia all'interno che nei confronti dei terzi, fanno sempre capo alle persone dei soci. Queste forme sono prive di personalità giuridica e mancano di propri specifici organi poiché in linea di principio ogni socio come tale e in quanto comproprietario del patrimonio ed illimitatamente responsabile delle obbligazioni aziendali è investito del potere di amministrare». PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 98- 99.

<sup>62</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 100.

<sup>63</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 96.

produttiva<sup>64</sup>. L'autonomia giuridica, tuttavia, è prerogativa esclusiva delle aziende del gruppo ed implica risvolti anche da un punto di vista economico-aziendale: basti pensare che a differenza delle divisioni, ogni impresa del gruppo predispone un proprio bilancio, determina un proprio reddito, è dotata di uno specifico patrimonio che funge da garanzia nei rapporti con i terzi.

Genericamente, le principali differenze tra gruppi e aziende divise possono essere così schematicamente sintetizzate:

Figura 1.2

	<b>Azienda divisa</b>	<b>Gruppo</b>
<b>Combinazioni economiche</b>	Più di una	Più di una
<b>Soggetto giuridico</b>	Un unico soggetto per tutte le combinazioni economiche	Un soggetto giuridico distinto per ogni combinazione economica
<b>Soggetto economico</b>	Unicità del soggetto economico	Unicità del soggetto economico
<b>Autonomia di ciascuna combinazione autonoma</b>	L'autonomia è riferibile all'azienda nel suo complesso. Tuttavia le diverse combinazioni economiche spesso presentano relativa autonomia gestionale in relazione ai poteri e alle responsabilità delegati all'interno dell'organizzazione.	L'autonomia giuridica di ciascuna combinazione o insieme di combinazioni è foriera di molteplici conseguenti condizioni di relativa autonomia economica
<b>Capitale e reddito di esercizio rilevanti per l'esterno</b>	Sono pertinenti all'unica azienda nella quale si svolgono le diverse combinazioni economiche	Ogni unità economica giuridicamente distinta ha un proprio capitale e un proprio reddito rilevanti per l'esterno

Fonte TETTAMANZI P.-PRENCIPE A, 2009, p. 2

<sup>64</sup> Per approfondimenti sulle differenze tra imprese divise e gruppo si rimanda a CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 96 e ss. e PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p 135 e ss.

Come già precisato, una seconda peculiarità che contraddistingue gruppo aziendale è la presenza di un unico soggetto economico, che esercita l'attività di direzione e di coordinamento dell'intera aggregazione.<sup>65</sup>

La pluralità di soggetti giuridici, che qualifica il raggruppamento da un punto di vista formale, non risulta sufficiente a qualificare l'aggregazione come gruppo aziendale. In aggiunta, da un punto di vista sostanziale, è necessaria la presenza di un unitario soggetto economico in grado di stabilire i fondamentali indirizzi di governo per tutte le imprese del gruppo.

Difatti, l'unicità del soggetto economico permette di differenziare il gruppo dalle altre aggregazioni analizzate in precedenza, in cui ogni impresa conserva il proprio soggetto economico e la propria autonomia decisionale. Le società che stipulano accordi informali o contrattuali, anche se talvolta limitano la propria autonomia, possono, in ultima istanza, decidere di abbandonare l'aggregazione in qualsiasi momento, poiché i rispettivi soggetti economici rimangono indipendenti, e controllano il governo delle rispettive aziende orientandone obiettivi e politiche. All'interno del gruppo, invece, «in virtù dei particolari legami che si istituiscono (...), le singole aziende perdono o comunque, vedono limitata la propria autonomia economica a fronte di una strategia unitaria di conduzione. Ricordando che per autonomia economica si intende la libertà di tracciare a livello strategico ed operativo le linee di azione giudicate opportune senza pressioni o condizionamenti esterni, in altre parole, la potestà di operare liberamente le scelte di cui è intessuta la gestione, orientando la struttura e il funzionamento aziendale».<sup>66</sup>

---

<sup>65</sup> Si ricorda che per soggetto economico si intende «la persona o i gruppi di persone che hanno il dominio o il controllo dell'azienda per cui sono in grado di determinare gli indirizzi economici e le linee fondamentali della politica di gestione». PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 101.

<sup>66</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 55.

Tuttavia, è particolarmente complesso individuare in concreto il soggetto economico di un gruppo.

In dottrina, vi sono sostanzialmente due definizioni di soggetto economico. Secondo la definizione tradizionale il soggetto economico è rappresentato da coloro nell'interesse dei quali viene svolta l'attività aziendale. Secondo una visione più moderna, esso è costituito dai soggetti in cui si accentra il potere volitivo e che, di conseguenza, dominano i massimi organi di governo aziendale.

Nell'ambito dei gruppi aziendali, pertanto, è possibile distinguere due soggetti economici. In primo luogo, il soggetto economico immediato del gruppo stesso, costituito dalla società madre. Inoltre, è individuabile anche il soggetto economico della capogruppo, costituito dai possessori del capitale di comando di tale società: in definitiva, sono questi che di fatto coordinano le attività di tutte le imprese dell'aggregazione secondo una politica comune. «Le direttrici strategiche discendono, infatti, dalla volontà del soggetto di governo che, nel perseguimento di un più generale interesse di gruppo, esprime le scelte progettuali e gestisce il complesso economico secondo un indirizzo unitario. Naturalmente, ciò non annienta l'individualità delle aziende componenti ma ne influenza, in maniera spesso significativa, la politica di gestione».<sup>67</sup>

La direzione unitaria dell'aggregato da parte della capogruppo è possibile grazie al controllo esercitato dalla stessa sulle altre società che compongono il gruppo.

In linea generale, le fonti che danno luogo al controllo, possono essere di natura diversa, e in particolare:

- contrattualistica;

---

<sup>67</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 55.

- vincolistica;
- partecipativa.

Nel primo caso il controllo deriva da un accordo di subordinazione, in base al quale un'impresa assume il totale dominio su un'altra impartendo ordini e istruzioni anche estremamente sconvenienti per essa. Esempio emblematico in tal senso sono i contratti di dominio previsti dall'ordinamento legislativo tedesco, di cui si è accennato in precedenza<sup>68</sup>. In base a quanto sancito dalla normativa, una volta stipulati questi contratti, la società dominata è obbligata a seguire le istruzioni della società dominante, soggiacendo completamente alla volontà di quest'ultima, in cambio di benefici di natura diversa. In Italia, viste le pesanti limitazioni cui è sottoposta la società dominata, tale tipologia di contratto è vietata<sup>69</sup>.

Nel secondo caso, il controllo si basa sulla presenza di rapporti di carattere finanziario e/o commerciale tali da ridurre l'autonomia di una società, legandola, di fatto, ad un'altra dal punto di vista economico e strategico. Ciò si verifica, come già indicato in precedenza, ad esempio nei rapporti di sub-

---

<sup>68</sup> L'art. 308 dell'Aktiengesetz tedesco dispone in tal senso: «Besteht ein Beherrschungsvertrag, so ist das herrschende Unternehmen berechtigt, dem Vorstand der Gesellschaft hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft Weisungen zu erteilen. Bestimmt der Vertrag nichts anderes, so können auch Weisungen erteilt werden, die für die Gesellschaft nachteilig sind, wenn sie den Belangen des herrschenden Unternehmens oder der mit ihm und der Gesellschaft konzernverbundenen Unternehmen dienen. Der Vorstand ist verpflichtet, die Weisungen des herrschenden Unternehmens zu befolgen. Er ist nicht berechtigt, die Befolgung einer Weisung zu verweigern, weil sie nach seiner Ansicht nicht den Belangen des herrschenden Unternehmens oder der mit ihm und der Gesellschaft konzernverbundenen Unternehmen dient, es sei denn, daß sie offensichtlich nicht diesen Belangen dient. Wird der Vorstand angewiesen, ein Geschäft vorzunehmen, das nur mit Zustimmung des Aufsichtsrats der Gesellschaft vorgenommen werden darf, und wird diese Zustimmung nicht innerhalb einer angemessenen Frist erteilt, so hat der Vorstand dies dem herrschenden Unternehmen mitzuteilen. Wiederholt das herrschende Unternehmen nach dieser Mitteilung die Weisung, so ist die Zustimmung des Aufsichtsrats nicht mehr erforderlich; die Weisung darf, wenn das herrschende Unternehmen einen Aufsichtsrat hat, nur mit dessen Zustimmung wiederholt werden».

<sup>69</sup> Ciò vale sostanzialmente solo per le società lucrative perché, con la riforma societaria e in particolare, con l'introduzione dell'art. 2545-septies, è stato di fatto concesso alle società cooperative la possibilità di costituire gruppi paritetici su base contrattuale, in cui le cooperative aderenti sono sottoposte alla direzione e al coordinamento di una o più imprese.

fornitura, allorquando le piccole aziende hanno come unico sbocco dei loro prodotti la grande impresa, ovvero nelle relazioni di finanziamento specie se un'azienda ottiene ingenti finanziamenti esclusivamente da un'altra società.

Tuttavia, all'interno dei gruppi, il legame più usuale, utilizzato da una società per affermare le proprie prerogative sulle imprese che fanno parte di un'aggregazione, è la detenzione di partecipazioni azionarie<sup>70</sup>.

Il possesso di tali strumenti partecipativi da parte di una società, garantisce all'aggregazione i caratteri della stabilità, della coesione e dell'elasticità. Infatti, da un lato, il legame a sfondo patrimoniale che si instaura attraverso le partecipazioni non ha limiti di tempo, a differenza di quanto accade nelle aggregazioni contrattuali, e rimane in vita fino a quando la società controllante lo ritiene economicamente conveniente. Inoltre, rispetto ad altre forme di concentrazione, come il caso della fusione, il possesso di partecipazioni di controllo assicura una notevole flessibilità alla struttura, permettendo agevoli adeguamenti al mutare delle condizioni economiche che sovrintendono alla vita del gruppo.

La quota di capitale sociale occorrente per ottenere il controllo delle aziende non può essere determinata a prescindere dalla fattispecie concreta, perché varia da caso a caso e dipende da diversi fattori.

In linea generale, è necessario detenere un numero di quote sufficiente per ottenere il controllo delle assemblee sociali, ovvero di quegli organi chiave in cui vengono definite le linee politiche e gli obiettivi strategici di fondo. In tal senso è opportuno precisare che, il più delle volte, non è necessario il possesso della maggioranza assoluta delle azioni: fenomeni quali della dispersione del

---

<sup>70</sup> Su tale requisito, come già indicato in precedenza, parte della dottrina è in disaccordo. In particolare, coloro che sostengono l'esistenza di altri mezzi di collegamento al di fuori dalle partecipazioni, ritengono, inoltre, che il gruppo possa essere costituito anche da società di piccola dimensione.

capitale, l'assenteismo dei piccoli azionisti, l'esistenza di titoli con voto limitato, rappresentano solo alcuni dei casi che permettono di controllare una società con una quota più o meno modesta di partecipazioni.

## 5. Profili storici dei gruppi

La costituzione dei primi gruppi aziendali con caratteristiche sostanzialmente analoghe a quelle riscontrabili nei raggruppamenti presenti nei nostri giorni, trova una collocazione storico e geografica ben precisa. Infatti, le prime aggregazioni di natura patrimoniale basate sul possesso di partecipazioni di controllo, si originano negli Stati Uniti verso la fine del diciannovesimo secolo a seguito di particolari condizioni, soprattutto di carattere legislativo, che indirizzarono le grandi imprese verso siffatta modalità organizzativa.

Invero, secondo alcuni, il primo gruppo con caratteristiche moderne, può essere considerato quello controllato dalla “*Compagnie genevoise de l'industrie du gaz*”, aggregazione sviluppatosi in Europa a partire dal 1861<sup>71</sup>.

Ma la nascita dei gruppi come fenomeno di massa è indiscutibilmente legata al continente americano dove si erano sviluppate, anche, le condizioni strutturali che successivamente ne favorirono la proliferazione: in particolare, erano state completate le reti di comunicazione e di trasporto che rappresentavano delle infrastrutture fondamentali per l'espansione di società di grandi dimensioni, in quanto necessari per il governo di aziende con più unità produttive.

Tuttavia, nello specifico, gli eventi determinanti per la costituzione dei gruppi furono due provvedimenti legislativi, rispettivamente lo Scherman Act nel 1890, che vietava i *trust*, ed un emendamento ad una legge nel New Jersey, che spianò la strada alla formazione dei raggruppamenti aziendali.

Infatti, negli Stati Uniti, fino ad allora, alle società era preclusa la detenzione di partecipazioni azionarie nel capitale di altre aziende, poiché pratica

---

<sup>71</sup> FONDAZIONE ARISTEIA, *Direzione e coordinamento di società nella riforma del diritto societario*, Documento n. 35, ottobre 2003.

considerata lesiva della libera concorrenza dei mercati; tuttavia, erano sostanzialmente permesse altre forme di concentrazione.

Date queste premesse, gli avvenimenti che si susseguirono in America a partire dal 1870, e in particolare la recessione e il continuo ribasso dei prezzi, stimolarono le imprese a stringere accordi al fine di fissare le condizioni di vendita. Vennero così dapprima create le *associazioni nazionali*, che però si mostrarono presto inadeguate allo scopo, e successivamente i *trust*<sup>72</sup>.

Il *trust* era un istituto di origine anglosassone, sviluppatosi in epoca medioevale, tramite cui un soggetto assegnava ad un fiduciario dei diritti sui propri beni<sup>73</sup>. In particolare, i *trust* venivano utilizzati soprattutto dai nobili feudatari che, prima di partire per luoghi lontani, consegnavano i loro beni a persone di fiducia, col compito di amministrarli fino al proprio ritorno, ovvero trasferirli agli eredi in caso di mancato rientro. Nella seconda metà dell'Ottocento, tale istituto, apparentemente estraneo al mondo aziendale, fu tuttavia, esteso anche alle imprese al fine di eludere i vincoli legislativi allora esistenti sul possesso delle partecipazioni.

In sostanza, grazie all'utilizzo del *trust*, vennero a costituirsi delle aggregazioni tra aziende che giuridicamente risultavano indipendenti, ma che, di fatto, si univano mediante vincoli di natura patrimoniale.

Gli azionisti delle società rientranti nell'ambito dei trusts conferivano, infatti, ad un organismo centrale di collegamento denominato *trustee fiduciario* (o *board of trust*), le rispettive partecipazioni, ricevendo in cambio certificati di deposito. Tali titoli attribuivano agli azionisti diritti ai dividendi, nonché al

---

<sup>72</sup> Le associazioni nazionali, infatti, presentavano evidenti difficoltà a far rispettare le regole pattuite, considerando che non erano in grado di imporre sanzioni effettive alle società che violavano gli accordi.

<sup>73</sup> La denominazione *trust*, letteralmente fiducia, deriva proprio dal rapporto alla base della relazione.

riparto del capitale allo scioglimento dell'organizzazione in maniera proporzionale alla percentuale di azioni detenuta senza tuttavia, garantire alcuna partecipazione al governo del raggruppamento. Di fatto, l'aggregazione veniva gestita in modo unitario dal *board of trust* che ne diveniva, sostanzialmente, il reale soggetto economico, legittimato a prendere qualsiasi tipo di decisione per conto delle imprese aderenti. Tuttavia, da un punto di vista squisitamente formale, il *board of trust* riceveva, in base ad un regolare contratto ammesso dall'ordinamento, i certificati azionari al solo fine di gestire i beni delle imprese aderenti: tale circostanza permetteva, quindi, di aggirare i vincoli imposti dalla legge al possesso delle partecipazioni.

Una tra le più importanti aggregazioni che per prima si organizzò in trusts fu la "Standard Oil Company" costituita nel 1879, che raggruppava imprese specializzate nelle diverse fasi delle attività petrolifere, dall'estrazione alla raffinazione, dal trasporto alla vendita<sup>74</sup>.

Successivamente si svilupparono numerosi altri trusts in grado di monopolizzare i mercati in cui operavano, dall'acciaio al tabacco, dal petrolio allo zucchero, dal grano ai trasporti ferroviari. Ciò provocò una forte crisi per le piccole e medie imprese americane che scatenò accesi dibattiti sulla questione dei trusts cui partecipò anche il mondo politico.

Infatti, in sede di campagna elettorale per le elezioni statali del 1888, entrambi gli schieramenti in lizza, promisero delle misure anti-trust. Il tutto si concretizzò nel 1889, quando un senatore repubblicano dell'Ohio, John Sherman, presentò al Congresso americano un progetto di legge con l'obiettivo di dichiarare l'illegalità dei trusts a causa del ruolo che esercitavano sulla

---

<sup>74</sup> Per approfondimenti: PEPE F., *Holdings, gruppi e bilanci consolidati*, Giuffrè, Milano, 1968, p.56

libera concorrenza. Tale progetto fu successivamente trasformato in legge federale il 2 luglio 1890 e prese il nome di Sherman Act.

L'adozione di tale provvedimento, che a livello federale vietava la costituzione di organizzazioni sotto forma di trust, stimolò le grandi imprese verso la ricerca di nuovi espedienti per attuare politiche restrittive e di concentrazione aziendale, al fine di ripristinare la situazione originaria.

Così, quando nel 1893, lo Stato del New Jersey modificò, con un apposito emendamento, la normativa sulle imprese<sup>75</sup> concedendo l'opportunità alle società per azioni di possedere azioni di altre aziende, i colossi industriali sfruttarono l'occasione dinanzi offerta. Infatti, la modifica apportata alla legge in vigore, consentiva espressamente alle organizzazioni con sede legale nello Stato, di costituirsi in gruppi, ovvero in aggregati «senza dubbio più stabili e di maggior forza degli stessi trust che lo Stato, con la sua legge, voleva combattere, avendo visto nel loro sorgere pregiudizievoli effetti per l'economia»<sup>76</sup>.

Pertanto, molte grandi società dopo l'approvazione dello Sherman Act, trasferirono rapidamente la propria sede nel New Jersey al fine di sfruttare le opportunità concesse dalla legislazione locale. La stessa Standard Oil Company abbandonò la struttura di trust per abbracciare quella della holding di partecipazioni, trasferendo la propria sede sociale da New York in New Jersey, dove assunse la denominazione di Standard Oil Company of New Jersey.

Naturalmente, anche in questo caso furono durissime e numerose le critiche lanciate verso gli effetti della normativa introdotta in New Jersey, le quali portarono addirittura all'interessamento della Corte Suprema degli Stati Uniti.

---

<sup>75</sup> In tal senso, si sottolinea che la legislazione in tema societario, era stata emanata solo 5 anni prima, ovvero nel 1888.

<sup>76</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 83.

Tuttavia, lo stesso organo incaricato di sindacare su tale argomento nel 1895, legittimò, di fatto, la formazione delle holding confermando la legittimità del comportamento tenuto dalla società American Sugar Refining Company<sup>77</sup>: per la Corte essa non agiva in violazione della legge antitrust in quanto la concentrazione si limitava esclusivamente alla produzione e non si estendeva anche al commercio del prodotto in oggetto.

Tale sentenza, criticata aspramente soprattutto per le motivazioni addotte, diede ulteriore impulso alla formazione delle holding, il cui numero, in pochissimi anni, crebbe esponenzialmente. Infatti, l'esempio del New Jersey venne presto seguito anche dagli altri Stati dell'Unione finendo per interessare la maggior parte dei settori economici.

Pertanto, dagli Stati Uniti prendeva corpo il fenomeno dei gruppi aziendali di grandi imprese oligopolistiche che ancora oggi dominano molti settori dell'economia. Da quanto visto, strettamente collegato a tale nascita risulta essere il *trust*, che «può essere considerato come il progenitore del gruppo dato che entrambi rappresentano una figura molto simile di concentrazione e da uno si è passati all'altro, come schema valido per la soluzione di medesimi problemi, quando barriere giuridiche si frapposero alla pratica attuazione del primo»<sup>78</sup>.

---

<sup>77</sup> Tale società, operante nel settore della produzione dello zucchero, fu una delle prime che sfruttò la possibilità di acquisire partecipazioni in altre imprese, finendo per controllare la quasi totalità della produzione di zucchero americana.

<sup>78</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 61.

## ***6. Profili civilistici del gruppo aziendale***

A livello legislativo, il fenomeno dei gruppi, a differenza di quanto accaduto in altri Paesi europei<sup>79</sup>, in Italia ha trovato solamente in tempi recenti una regolamentazione più o meno organica, attraverso la riforma del diritto societario che ha introdotto un nuovo capo del codice civile, rubricato “Direzione e coordinamento di società”<sup>80</sup>.

Con l’emanazione della normativa in oggetto, le cui disposizioni sono contenute in particolare negli artt. 2497 - 2497 sexies, il legislatore ha voluto fornire una sistemazione unitaria ad una realtà, come quella dei gruppi aziendali, in costante evoluzione, introducendo nel nostro ordinamento ciò che secondo alcuni può essere considerato come lo “*statuto organizzativo delle imprese di gruppo*”.<sup>81</sup>

Come già accennato in precedenza, a livello civilistico, neanche la riforma societaria ha fornito una definizione puntuale di gruppo aziendale giustificando tale scelta, come evidenziato nella relazione che accompagna il d.lgs. n. 6 /2003, con due considerazioni:

---

<sup>79</sup> In particolare, in Germania e in Portogallo, il fenomeno in oggetto, ha trovato regolamentazione organica già da diverso tempo. In Germania, come già accennato, la normativa sui gruppi è stata introdotta fin dal 1965. In Portogallo invece, una disciplina completa in materia raggruppamenti aziendali è stata introdotta nel 1986, con la legge n. 262.

<sup>80</sup> A tal riguardo, è opportuno precisare che diverse leggi speciali hanno affrontato la tematica dei gruppi. In particolare, meritano di essere citate la legge 75 del 3 aprile 1979 sull’amministrazione delle grandi imprese in crisi; il D.Lgs. 385 del 1° settembre 1993 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia), che disciplina il gruppo bancario; il D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), che prevede i gruppi di società autorizzate all’esercizio dell’intermediazione finanziaria.

<sup>81</sup> In realtà, il complesso di norme introdotte, fornisce una disciplina solo parziale e non chiaramente esaustiva, che focalizza l’attenzione su determinati aspetti del fenomeno in oggetto.

- da un lato, l'esistenza di numerose leggi in vigore che presentano tali concetti con riferimento a problemi specifici;
- dall'altro, la constatazione che qualunque nuova definizione *“si sarebbe dimostrata inadeguata all'incessante evoluzione della realtà sociale, economica e giuridica”*.

La legislazione civilistica, prima dell'introduzione della normativa riguardante l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, si limitava esclusivamente a prescrivere disposizioni in tema conti consolidati ed ipotesi di controllo<sup>82</sup>.

La nuova disciplina, pur facendo proprie le fattispecie di controllo ante-riforma (che ora costituiscono delle presunzioni relative circa l'esistenza dell'attività di direzione e coordinamento)<sup>83</sup>, estende l'ampiezza della propria portata fino a ricomprendere qualsiasi modalità di esercizio del potere di indirizzo di gestione su altre società. Le ipotesi di controllo specificate dalla normativa ex art. 2359 del codice civile, pertanto, non esauriscono il panorama delle attività che possono dar luogo all'applicazione della disciplina in oggetto. In particolare, tali disposizioni, rimaste sostanzialmente immutate anche dopo la riforma, prescrivono tre casi nei quali una società può esercitare l'attività di controllo:

- 1) quando dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;
- 2) allorché è in possesso di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;

---

<sup>82</sup> In particolare tale disciplina era stata introdotta in Italia, con al recepimento delle direttive n. 78/660/CEE e n. 83/349/CEE, effettuato con il decreto legislativo n. 127/1991.

<sup>83</sup> In tal senso l'art. 2497 sexies dispone che *“ai fini di quanto previsto nel presente capo, si presume salvo prova contraria che l'attività di direzione e coordinamento di società sia esercitata dalle società o enti tenuti al consolidamento dei loro bilanci o che comunque le controllano ai sensi dell'articolo 2359”*

- 3) se è in grado di esercitare un'influenza dominante su un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.

Nel primo caso, si è in presenza di un controllo di diritto, poiché una società controlla una o più altre imprese, mediante il possesso della maggioranza assoluta dei diritti di voto esercitabili in assemblea.

Nella seconda circostanza si configura un controllo di fatto, poiché in base ad una partecipazione qualificata (tuttavia, inferiore alla maggioranza assoluta del capitale) una società esercita un'influenza dominante nelle delibere assembleari.

In tal senso, la normativa prescrive che il controllo, sia nel primo che nel secondo caso, possa essere anche di tipo indiretto, potendo conteggiare anche i voti spettanti alle società controllate, alle società fiduciarie ed a persone interposte. Tuttavia, non possono essere computati i voti spettanti per conto di terzi.<sup>84</sup>

La terza tipologia di controllo è detta contrattuale, poiché si origina in funzione di particolari vincoli negoziali che non richiedono investimenti di natura patrimoniale nel capitale della controllata. Pertanto, a differenza dei primi due casi, l'influenza dominante che la controllante esercita sulle controllate si basa su un legame che non è di tipo partecipativo<sup>85</sup>.

Ritornando più nel dettaglio della recente normativa in tema di gruppi, è bene premettere che cardine dell'intera disciplina civilistica è l'introduzione di un regime di responsabilità dei soggetti che esercitano attività di direzione e

---

<sup>84</sup> Art. 2359 comma 2.

<sup>85</sup> Per completezza di trattazione, è opportuno sottolineare che la normativa civilistica, oltre al controllo, considera anche l'ipotesi del collegamento. In particolare, il terzo comma dell'art. 2359 del c.c. definisce società collegate «*le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in mercati regolamentati*».

coordinamento, allo scopo di tutelare i soci, soprattutto quelli di minoranza, e i creditori sociali contro gli eventuali abusi che possono derivare dall'esercizio di tale potere.

Sostanzialmente la riforma pone la capogruppo responsabile degli eventuali danni economici causati ai creditori e ai soci di minoranza delle controllate. In tal senso, assumono un ruolo centrale le disposizioni ex art. 2497 secondo cui *«le società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale, nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di direzione e coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette»*.

Dalla norma scaturisce, innanzitutto, la responsabilità degli amministratori della controllante che operano in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle aziende controllate. Tuttavia, è opinione condivisa che il mero perseguimento, da parte della capogruppo, di un interesse proprio o comunque estraneo alla società dominata, non è sufficiente a configurare un'illecita condotta, con conseguente addebito di responsabilità. Peraltro, l'eventuale evento pregiudizievole deve essere valutato in un'ottica globale, ovvero valutato secondo la cosiddetta teoria dei vantaggi compensativi: «la responsabilità da direzione unitaria abusiva viene cioè esclusa qualora, nella complessiva attività di direzione e di coordinamento

esercitata dalla controllante, sussistano vantaggi idonei a compensare gli effetti pregiudizievoli delle politiche di gruppo».<sup>86</sup>

Ad ogni modo, nei confronti dei soci di minoranza, nonché di quelli comunque avulsi dalla direzione unitaria, la controllante risponde direttamente dei danni loro arrecati circa la redditività e il valore della partecipazione sociale. Rispetto ai creditori della società soggetta a direzione e coordinamento, la controllante risponde per il deterioramento subito dal patrimonio sociale.

Inoltre, a rinforzare la tutela dei soci delle imprese controllate, sono state ampliate le ipotesi di recesso rispetto a quelle generalmente previste nelle di società di capitali. In particolare, l'art. 2497 quater individua tre casi inderogabili, ovvero sottratti all'autonomia statutaria, in cui al socio di società soggetta ad altrui direzione e coordinamento è riconosciuto il diritto di recedere dalla società:

*«a) quando la società o l'ente che esercita attività di direzione e coordinamento ha deliberato una trasformazione che implica il mutamento del suo scopo sociale, ovvero ha deliberato una modifica del suo oggetto sociale consentendo l'esercizio di attività che alterino in modo sensibile e diretto le condizioni economiche e patrimoniali della società soggetta ad attività di direzione e coordinamento;*

*b) quando a favore del socio sia stata pronunciata, con decisione esecutiva, condanna di chi esercita attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'articolo 2497; in tal caso il diritto di recesso può essere esercitato soltanto per l'intera partecipazione del socio;*

---

<sup>86</sup> BORSARI R., *Politiche di gruppo e teoria dei vantaggi compensativi*, Contabilità finanza e controllo 5.2005, p. 448.

*c) all'inizio ed alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto»*

La ratio della norma in oggetto, deve essere indagata nell'alterazione del profilo di rischio che può subire il socio: eventi come trasformazioni eterogenee, modificazioni dell'oggetto sociale, ovvero la stessa entrata o uscita da un gruppo, incidono sulla rischiosità dell'investimento originario effettuato dall'individuo in questione. Pertanto, la normativa, al verificarsi di tali eventi, permette ai soggetti di valutare l'ipotesi di abbandonare la società<sup>87</sup>.

Altra novità di rilievo contenuta nella riforma, anch'essa volta alla tutela dei soci di minoranza e dei creditori, è l'introduzione di un espresso regime di pubblicità dei gruppi. Attraverso una serie di disposizioni, il Legislatore ha, infatti, voluto assicurare una maggiore trasparenza al fenomeno in essere, obbligando all'esternalizzazione dei rapporti esistenti fra società capogruppo e controllate. In tal modo si garantisce a tutti gli stakeholders che entrano in contatto con una data impresa, di conoscere se essa opera in modo autonomo e indipendente, ovvero è parte integrante di un'entità più grande, da cui dipendono scelte e politiche aziendali.

In tal senso l'art. 2497 - *bis* impone una serie di obblighi informativi atti a rivelare l'appartenenza di una società ad un gruppo. In particolare, il primo comma stabilisce che, *«la società deve indicare la società o l'ente alla cui attività di direzione e coordinamento è soggetta negli atti e nella corrispondenza, nonché mediante iscrizione, a cura degli amministratori, presso la sezione del registro delle imprese di cui al comma successivo»*.

---

<sup>87</sup> In sostanza è garantito il cosiddetto diritto di *exit*.

A tal fine, è previsto che i soggetti che esercitano attività di direzione e coordinamento ed i soggetti controllati debbano essere indicati in un'apposita sezione istituita presso il registro delle imprese. In caso di inadempimento di tali obblighi pubblicitari, ovvero di mantenimento quando la soggezione è cessata, gli amministratori sono responsabili dei danni sofferti dai soci e dai terzi a causa della mancata conoscenza di tali fatti<sup>88</sup>. Inoltre, è previsto che *«la società deve esporre, in apposita sezione della nota integrativa, un prospetto riepilogativo dei dati essenziali dell'ultimo bilancio della società o dell'ente che esercita su di essa l'attività di direzione e coordinamento»*.

*Parimenti, gli amministratori devono indicare nella relazione sulla gestione i rapporti intercorsi con chi esercita l'attività di direzione e coordinamento e con le altre società che vi sono soggette, nonché l'effetto che tale attività ha avuto sull'esercizio dell'impresa sociale e sui suoi risultati»<sup>89</sup>.*

Infine, per rafforzare ulteriormente la tutela dei soci di minoranza, l'art. 2497-ter dispone che le decisioni degli amministratori delle controllate, influenzate dalla società che esercita attività di direzione e coordinamento, devono essere *«analiticamente motivate e recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione»*. Di esse, inoltre, gli amministratori della società controllata dovranno dare adeguata indicazione nella relazione sulla gestione.

---

<sup>88</sup> Ai sensi dell'art. 2497 bis comma 4 e 5.

<sup>89</sup> Art. 2497 bis comma 4 e 5.

## 7. La struttura dei gruppi

Come si è detto, il classico strumento che consente la formazione di un gruppo aziendale è costituito dal possesso di partecipazioni da parte di un'impresa nel capitale sociale di altre aziende.

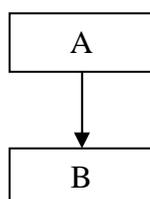
I rapporti partecipativi possono essere di diverso tipo (diretti, indiretti, reciproci) ed il loro configurarsi origina strutture di gruppo differenti. In tal senso, è opportuno sottolineare che le combinazioni possibili sono numerose e difficilmente riconducibili a rigidi schemi. Ad ogni modo, è possibile considerare alcuni modelli tipici che permettono di approfondire meglio il fenomeno, ovvero:

- la struttura semplice;
- la struttura complessa;
- la struttura a catena.

La struttura più elementare che un gruppo può assumere viene denominata *semplice*, ed è caratterizzata da un legame partecipativo di tipo diretto tra le società del gruppo. In particolare, tale configurazione presuppone, il possesso della la totalità delle azioni di un'impresa, ovvero un numero tale da raggiungere la maggioranza assoluta, da parte di un'altra società.

Nel caso più succinto, tale struttura può essere schematizzata tramite un diagramma che, usualmente, assume la forma seguente, dove *A* e *B* rappresentano le società che formano il gruppo, mentre la freccia indica l'attività di controllo esercitata da una società su un'altra:

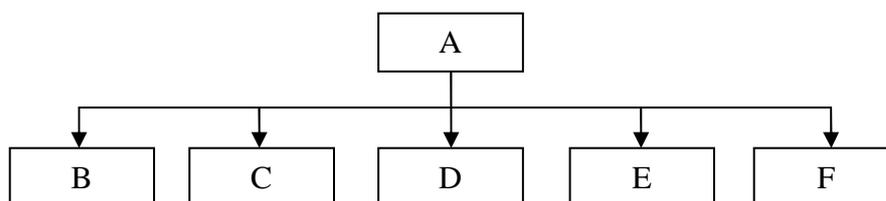
Figura 1.3



In particolare, la società A, in qualità di società controllante posta al vertice del gruppo, prende il nome di *holding company*, mentre l'impresa B, controllata dalla prima, viene denominata *subsidiary*<sup>90</sup>.

Quando la controllante possiede partecipazioni in più società, lo schema che rappresenta la struttura semplice con partecipazioni dirette multiple, assume la seguente forma<sup>91</sup>:

Figura 1.4



In questo caso tutte le società poste al secondo livello, ovvero B, C, D, E ed F, assumono la veste di controllate direttamente dalla società capogruppo. Tale tipologia di struttura, data la particolare forma che lo schema assume, viene anche definita a *pettine*<sup>92</sup>.

Empiricamente, quest'ultima configurazione di gruppo, trova scarsi riscontri, soprattutto a causa degli investimenti elevati richiesti alla società madre per assicurarsi il controllo di tutte le imprese partecipate. Maggiormente diffusi

---

<sup>90</sup> Invero, la società A può essere definita anche Parent company, controllante, ovvero società madre. La società B, invece è conosciuta anche come sussidiaria, controllata, figlia, o consociata.

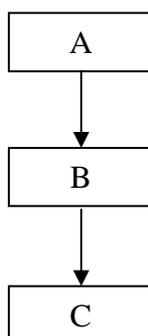
<sup>91</sup> In tal senso è opportuno ricordare che la struttura rimane, anche in questo caso, semplice perché caratterizzata da soli legami partecipativi diretti ed articolata su un solo livello; in altre parole, non sono presenti ulteriori anelli di congiunzione tra la società controllante e le società controllate.

<sup>92</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 124.

nella realtà operativa, invece, sono i gruppi caratterizzati da una *struttura complessa*, dove i legami partecipativi sono sia di tipo diretto che indiretto<sup>93</sup>.

Questa tipologia di gruppo è caratterizzata, infatti, dalla presenza di una società capogruppo che esercita l'attività di controllo sia direttamente che indirettamente, ovvero grazie al possesso di partecipazioni per le quali non ha effettuato esborsi finanziari diretti. Ciò implica che, tale struttura si articola necessariamente su più livelli gerarchici, in cui, a differenza di quanto visto in precedenza, si inseriscono altre società intermedie, che da un lato risultano direttamente controllate dalla capogruppo, e dall'altro controllano altre imprese. La struttura complessa più elementare è quella detta *a cascata*, rappresentabile nel seguente modo:

Figura 1.5



Dalla figura risulta evidente che, la società *A* controlla l'impresa *B* attraverso una partecipazione diretta, mentre *B*, a sua volta, controlla direttamente la società *C*. L'azienda *B*, pertanto, anche se controllata da *A*, rappresenta anch'essa un'holding, seppur di livello inferiore rispetto alla prima. Pertanto,

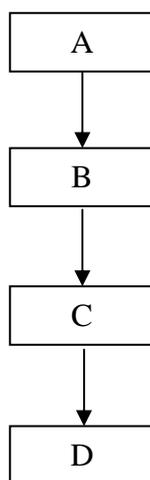
---

<sup>93</sup> La struttura complessa ha trovato una maggiore diffusione rispetto a quella semplice, grazie anche al minor impiego di risorse finanziarie richieste alla capogruppo per l'acquisizione del controllo delle partecipate.

essa viene definita società *sub-holding* o *intermedia*, poiché si pone come anello di congiunzione tra la controllante dell'intera aggregazione A (denominata, in questo caso, *top holding* o *major parent*) e la controllata C (definita società *sussidiaria* o *grand son company*).

Naturalmente, le strutture complesse possono essere caratterizzate da più livelli di controllo. In particolare, introducendo un nuovo livello, lo schema rappresentativo assumerebbe la seguente conformazione:

Figura 1.6

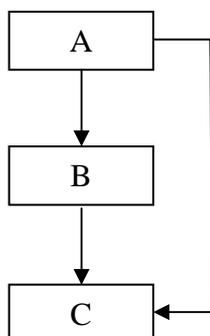


Dallo schema si evince che, all'interno del gruppo risultano presenti due società intermedie (ovvero B e C) che si interpongono tra la società madre A e quella D. In questo caso, la società B prende il nome di *sub-holding di secondo livello*, mentre l'azienda C viene definita *sub-holding di terzo livello*.

Talvolta accade che, all'interno di gruppi caratterizzati da strutture complesse, la top holding possieda partecipazioni dirette in tutte le società del gruppo e,

contemporaneamente, partecipazioni indirette per mezzo di controllate, come rappresentato nel seguente modello:

Figura 1.7



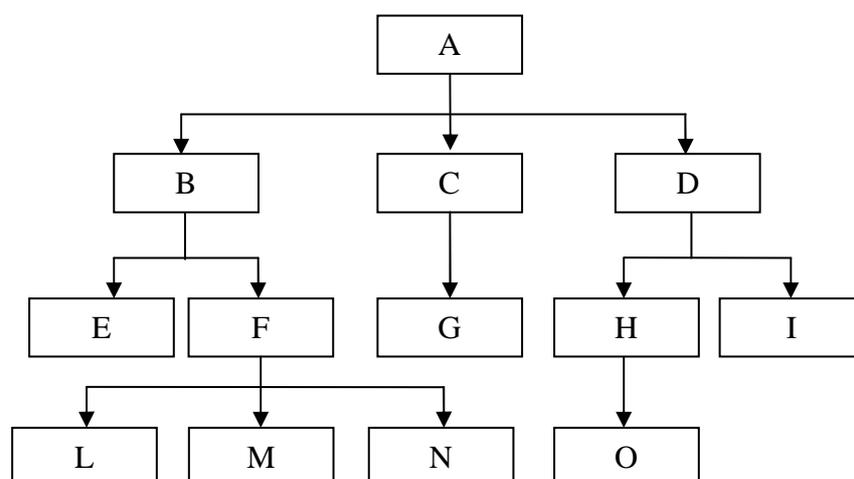
In particolare, dalla figura risulta che la controllante *A* detiene partecipazioni dirette in *B*, e controlla *C*, in parte direttamente, grazie al possesso delle sue azioni, ed in parte indirettamente, mediante l'intermediaria *B*.

A prescindere da questi schemi volutamente semplificati, nella realtà, i gruppi complessi si articolano su ulteriori livelli, definendo strutture particolarmente articolate che vengono definite *piramidali*<sup>94</sup>. All'interno di questa tipologia di gruppi, generalmente si creano numerosi sottogruppi guidati da una specifica sub-holding, il più delle volte, specializzata nel settore in cui operano le società da essa controllate. La presenza di tali società intermedie permette all'aggregazione di specializzarsi in più business, sviluppando al meglio le competenze delle singole società operative, senza compromettere l'unitarietà dell'aggregato. Un esempio di modello in tal senso, può essere rappresentato dal seguente:

---

<sup>94</sup> Strutture conosciute anche come gruppi *espansi*, o a *grappolo*

Figura 1.8



Dallo schema si può dedurre che la *top holding* A, che dirige e coordina l'intera aggregazione, detiene partecipazioni dirette solamente nelle sub-holding di secondo livello B, C e D<sup>95</sup>. Queste ultime, risultano a capo di ulteriori sottogruppi: in particolare, la sub-holding B possiede partecipazioni dirette nelle società E ed F, C controlla G, e D esercita un'influenza diretta sulle aziende H ed I. Inoltre, scendendo più nel dettaglio si individuano ulteriori sub-aggregati, ovvero quello formato dalle aziende L, M ed N, controllate da F, e quello che lega la società O alle disposizioni dell'azienda H. Di conseguenza, all'interno di questa aggregazione è possibile riscontrare diversi livelli di controllo, posto che anche le società F ed H rappresentano delle holding, pur se di terzo livello.

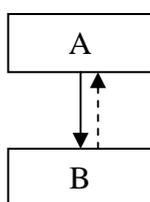
Rimane da analizzare un'ultima struttura di gruppo, ovvero quella definita *a catena*.

---

<sup>95</sup> Queste sub-holdings, il più delle volte, operano in settori differenti al fine di sfruttare i vantaggi derivanti dalla specializzazione.

Tale configurazione è caratterizzata dalla presenza di partecipazioni incrociate, ovvero rapporti reciproci di partecipazioni tra due o più società del gruppo. In particolare, in questa tipologia di configurazione le società che formano il gruppo sono legate vicendevolmente e asimmetricamente da rapporti di partecipazione diretta, come esemplificato nel seguente schema:

Figura 1.9



Affinché una siffatta aggregazione, possa essere considerata un gruppo nel senso propriamente detto, è necessario ovviamente, che la partecipazione azionaria di una società (nel nostro caso quella di *A* nel capitale sociale di *B*) sia di maggioranza, e contemporaneamente quella reciproca (ovvero di quella di *B* in *A*) sia di minoranza<sup>96</sup>. Una siffatta configurazione di aggregazione prende il nome di gruppo *bilaterale*<sup>97</sup>.

Empiricamente tale tipologia di struttura non trova ampia diffusione, soprattutto a causa degli stringenti vincoli legislativi. In diversi paesi, tra cui l'Italia, una siffatta configurazione è infatti vietata dalla legge, in quanto

---

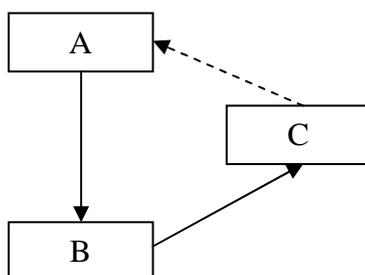
<sup>96</sup> Nel caso in cui ciò non avvenisse, saremmo di fronte a dei gruppi paritetici, dove non è possibile individuare un reale soggetto controllore. In tal senso, nel grafico, la partecipazione di minoranza è evidenziata dalla freccia tratteggiata.

<sup>97</sup> Cfr. GUIGGI A.B., *Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell'aziendalità*, op.cit., p. 115.

idonea a generare abusi e provocare fenomeni di annacquamento del capitale sociale<sup>98</sup>.

Una variante della configurazione a catena può manifestarsi in presenza di gruppi con partecipazioni circolari, caratterizzati cioè, dalla contemporanea sussistenza di partecipazioni indirette e reciproche. In particolare, tale conformazione si manifesta in quelle aggregazioni composte da almeno tre società, legate tra loro da partecipazioni indirette: il possesso, da parte dell'azienda collocata gerarchicamente nell'ultimo posto della catena di controllo, di partecipazioni, seppur di minoranza, nel capitale della capogruppo configura uno schema particolare, detto appunto circolare:

Figura 1.10



In questo modello, la società A controlla direttamente B ed indirettamente C, per mezzo di B; inoltre, l'azienda C detiene una quota del capitale sociale della top holding A (legame rappresentato dalla freccia tratteggiata). In questo modo

---

<sup>98</sup> In Italia, la disciplina riguardante le partecipazioni reciproche è contenuta dall'art. 2359-bis all'art. 2359-quinquies del codice civile. In particolare, l'art. 2359-quinquies dispone che:  
“La società controllata non può sottoscrivere azioni o quote della società controllante.  
Le azioni o quote sottoscritte in violazione del comma precedente si intendono sottoscritte e devono essere liberate dagli amministratori, che non dimostrino di essere esenti da colpa.  
Chiunque abbia sottoscritto in nome proprio, ma per conto della società controllata, azioni o quote della società controllante è considerato a tutti gli effetti sottoscrittore per conto proprio.  
Della liberazione delle azioni o quote rispondono solidalmente gli amministratori della società controllata che non dimostrino di essere esenti da colpa.”

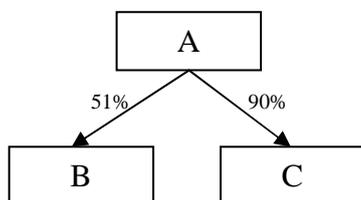
le società risultano legate da un anello di partecipazioni tali da stabilire un legame circolare che le unisce tutte<sup>99</sup>.

Ad ogni modo è opportuno precisare che, talvolta, le strutture che i gruppi assumono concretamente possono essere così articolate ed intricate che non risulta possibile ricondurle ad una delle tipologie precedentemente analizzate. In questi casi il gruppo viene definito a *struttura mista*.

Generalmente, i diagrammi utilizzati per rappresentare formalmente la struttura di un gruppo vengono arricchiti con i saggi di partecipazione diretta, ovvero tramite le interessenze effettivamente possedute da una società nel capitale della partecipata<sup>100</sup>.

Tale indicatore è di fondamentale importanza, in quanto fornisce una misura del reale investimento effettuato dalla partecipante. Integrando tale parametro in uno schema rappresentante la struttura di un gruppo avremo:

Figura 1.11



Grazie all'evidenziazione del saggio di partecipazione si percepisce immediatamente l'intensità del grado di controllo esercitato dalla controllante verso le controllate.

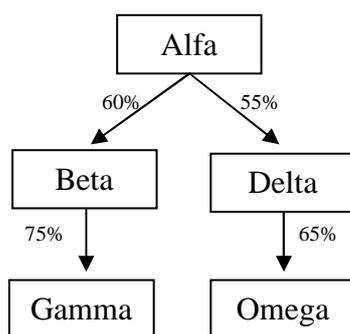
---

<sup>99</sup> Cfr. GUIGGI A.B., *Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell'aziendalità*, op.cit., p. 120.

<sup>100</sup> Una parte della dottrina distingue il saggio di partecipazione dal saggio di interessenza: il primo indica la proporzione del capitale sociale detenuta direttamente, mentre il secondo esprime la proporzione del capitale sociale detenuto sia direttamente che indirettamente. In caso di partecipazioni dirette, naturalmente, i due saggi coincidono.

Nel caso di gruppi composti da più livelli gerarchici, il saggio di partecipazione che la top holding detiene nelle controllate di grado più basso, non appare in modo immediato e deve essere calcolato moltiplicando le quote percentuali di partecipazione verticale. Così ad esempio, in un gruppo composto come di seguito,

Figura 1.12



il saggio di partecipazione (SP) tra le società *Alfa* e *Gamma*, il è pari al seguente prodotto:

$$SP = 0,6 \times 0,75 = 0,45 = 45 \%$$

Ciò esprime che la società *Alfa*, pur non detenendo partecipazioni dirette, risulta proprietaria del 45% delle risorse di *Gamma*.<sup>101</sup> In tal senso, è opportuno precisare che, l'ammontare di risorse governate dalla prima società nella seconda, non si limita al solo 45%, ma in virtù del controllo esercitato per mezzo di *Beta*, ammonta alla totalità<sup>102</sup>.

<sup>101</sup> Il saggio di partecipazione di Alfa in Omega, invece, è dato dal prodotto  $0,55 \times 0,65 = 0,3575 = 35,75 \%$ .

<sup>102</sup> In questo caso infatti, il saggio di controllo, che indica l'insieme dei voti che una società può esercitare, direttamente o indirettamente, nelle assemblee delle controllate, ammonta al 75%. Infatti, Beta (controllata direttamente da Alfa) detenendo il 75% del capitale di Gamma, è titolare nelle assemblee di questa società di un insieme di voti sufficiente ad assicurarne il controllo.

## 8. La tassonomia dei gruppi

Al pari delle aggregazioni di imprese, i gruppi possono essere oggetto di differenti classificazioni, alcune basate su variabili sostanzialmente analoghe a quelle viste nel primo paragrafo, altre fondate su specifici parametri di siffatta modalità organizzativa.

Tra le principali suddivisioni proposte in dottrina, occupa un ruolo privilegiato quella che distribuisce i gruppi in base al grado di intensità del legame tecnico-economico che si sviluppa tra le imprese dell'aggregazione<sup>103</sup>. Da questo punto di vista, possiamo individuare tre tipologie di aggregazioni:

---

<sup>103</sup> In tal senso appare utile analizzare anche le classificazioni proposte dal Beretta e dal Brunetti. Il primo, individua, in base all'intensità e all'estensione dell'intervento dell'organo di comando della controllante sull'attività delle consociate, quattro tipologie di gruppo:

- Gruppi patrimoniali, dove la controllante si limita solo all'acquisto delle partecipazioni e non interviene nella gestione della partecipata;
- Gruppi finanziari, il cui la controllante analizza i risultati delle partecipate per prendere le opportune decisioni, sia dal punto di vista economico-finanziario, che circa la nomina e la revoca dei dirigenti delle consociate;
- Gruppi industriali, dove l'organo di controllo interviene nella definizione delle strategie di gruppo;
- Gruppi imprenditoriali, in cui la controllante gestisce il gruppo in modo integrato, elaborando una strategia comune per tutte le partecipate ed utilizzando un sistema integrato di informazione e controllo.

Cfr. BERETTA S., *Il controllo dei gruppi aziendali*, EGEA, 1990, p. 55 e ss.

Il Brunetti, invece, propone un criterio più affinato basato sulla combinazione tra grado di integrazione e comportamento manageriale. In particolare, egli distingue quattro tipologie di raggruppamenti:

- Gruppi strategici;
- Gruppi finanziari;
- Gruppi formali;
- Gruppi patrimoniali.

I gruppi strategici sono caratterizzati da un elevato grado di integrazione tecnico-economica e da una logica di governo unitaria, e corrispondono sostanzialmente ai gruppi economici. Caratteristiche opposte invece, contraddistinguono i gruppi patrimoniali, dove le imprese, che operano in settori diversificati, non instaurano legami economico-produttivi, e la capogruppo si limita alla gestione delle partecipazioni.

Categorie intermedie sono rappresentate dai gruppi formali e dai gruppi finanziari. In particolare, questi ultimi sono composti da imprese che operano in settori differenti ma sono guidati secondo una logica unitaria comune espressa dalla holding del gruppo. I gruppi formali, invece, sono contraddistinti da un grado di integrazione elevato a cui si affianca un comportamento manageriale

- *gruppi economici;*
- *gruppi finanziari;*
- *gruppi misti.*

I *gruppi economici*<sup>104</sup>, noti anche come *industriali*, si caratterizzano per l'esistenza di stretti rapporti di ordine strategico, produttivo, commerciale nonché organizzativo tra le diverse società costituenti il raggruppamento. Il forte grado di coesione presente all'interno dei gruppi economici, tende a delineare una struttura che si presenta al mercato come un'unica grande azienda, i cui legami tecnico-produttivi rappresentano il collante, definito dal Cassandro *cemento economico*<sup>105</sup>, che caratterizza l'aggregazione. Un'ulteriore peculiarità che contraddistingue i gruppi economici è la modalità di formazione: infatti, il più delle volte, essi vengono costituiti su iniziativa di una grande impresa, la quale decide di istituire nuove società, ovvero di concedere autonomia giuridica a proprie divisioni, al fine di sfruttare i vantaggi che la struttura di in oggetto può garantire. Pertanto, a differenza delle altre tipologie di gruppi, raramente, quelli di natura economica nascono dall'aggregazione di imprese preesistenti.<sup>106</sup>

Generalmente, al vertice di tali raggruppamenti, si posiziona un'impresa che oltre alla gestione delle partecipazioni, svolge anche attività operativa. Quando ciò accade, la società capogruppo prende il nome di *holding industriale* (o *mista*). Nel caso opposto, invece, ovvero quando la capogruppo si limita a

---

frazionato che incentiva le imprese dell'aggregazione a ritagliarsi ampi margini di autonomia decisionale.

Cfr. BRUNETTI G., *Le tipologie di gruppo e la pianificazione aziendale*, in *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Giuffè, Milano, 1987, p. 154 e ss.

<sup>104</sup> Invero, la definizione non risulta del tutto appropriata, in quanto anche i gruppi finanziari a ben vedere costituiscono degli istituti economici. In questo caso, l'aggettivo "economico" viene impiegato per indicare l'intensità del legame economico-tecnico tra le imprese.

<sup>105</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 88.

<sup>106</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 88.

svolgere esclusivamente attività di gestione delle partecipazioni, essa viene definita *holding finanziaria o pura*.

Lo stretto legame di interdipendenza che si origina nei gruppi economici è soprattutto evidente in quelle aggregazioni integrate verticalmente, in cui ogni impresa si specializza in una fase del processo produttivo, in modo tale che il proprio output possa costituire l'input per un'altra azienda del raggruppamento.<sup>107</sup> Comunque, a prescindere da ciò, è bene precisare che i legami economici possono riguardare anche aziende che svolgono attività produttive affini, o addirittura aziende che esercitano attività apparentemente non correlate da nessun nesso. In particolare, è stato osservato che «l'unità economica (...) non va ricercata soltanto nella similarità o nella connessione tecnica fra le diverse imprese costituenti il gruppo, ma anche in quei legami economici meno appariscenti, che si stringono fra imprese svolgenti attività produttive diverse e che, per la frequenza e l'importanza, danno origine a un complesso funzionale di carattere permanente.»<sup>108</sup>

Nei *gruppi finanziari*, invece, l'intensità del legame tecnico-economico tra le entità che compongono l'aggregazione è molto tenue, ovvero del tutto assente. Infatti, le imprese che rientrano in tali gruppi solitamente operano in settori eterogenei, e pertanto, non presentano effettivi nessi di complementarietà.

Il più delle volte tali aggregazioni vengono costituite su iniziativa della società madre che, al fine di realizzare operazioni speculative ovvero ampliare il proprio potere sul mercato, acquisisce il controllo di imprese già esistenti. Talvolta, la costituzione di gruppi finanziari ha come obiettivo, invece, quello di contenere e ripartire il rischio derivante dall'investimento effettuato dalla capogruppo: la presenza di imprese operanti in settori diversi, infatti, offre la

---

<sup>107</sup> Cfr. SARCONE S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 16.

<sup>108</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 91.

possibilità di bilanciare le congiunture sfavorevoli di determinati settori, con i risultati positivi delle aziende operanti in business differenti.<sup>109</sup>

Ciò premesso, è opportuno precisare che, pur essendo i legami finanziari preponderanti, proprio perché esiste una struttura di gruppo, non è detto che tra le diverse imprese, manchino del tutto legami economici. In particolare, «una produzione può sostenerne un'altra e viceversa anche se tra loro sono differenti; esperienze e conoscenze si trasferiscono mediante strutture comuni da un campo all'altro; attività di carattere generale possono essere svolte nell'interesse di tutte le combinazioni produttive; vi è per tutte le aziende l'ottenimento indiretto di una maggiore dimensione e il sostegno della forza economica e la capacità di credito del gruppo; vi sarà inoltre una maggiore copertura generale dei rischi di gestione per le varie forme di solidarietà che si instaurano normalmente tra le diverse combinazioni produttive. Il legame finanziario non può dunque mai considerarsi esclusivo e disgiunto da quello economico.»<sup>110</sup>

Al vertice dei gruppi finanziari, il più delle volte, si collocano *holding finanziarie* che si limitano a gestire le partecipazioni in un'ottica speculativa, senza intervenire nell'ambito produttivo delle società partecipate che operano in proprio, ciascuna disgiuntamente dalle altre<sup>111</sup>. In particolare, l'attività di tali capogruppo è solitamente circoscritta all'acquisto e alla vendita di partecipazioni, alla cura degli aspetti finanziari della gestione dell'intero aggregato, al coordinamento delle differenti combinazioni economiche ed infine, alla raccolta dei capitali necessari. Ovviamente, ciò comporterà anche un minor grado di coesione dell'aggregato rispetto a quanto accade nei gruppi economici.

---

<sup>109</sup> Cfr. TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, CEDAM, Padova, 1992, p. 26.

<sup>110</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 166.

<sup>111</sup> Cfr. TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, op.cit., p. 26.

Tuttavia, in concreto, è difficile distinguere gruppi spiccatamente economici o palesemente finanziari, se non in realtà di limitate proporzioni. La forma tipica dei gruppi di medio-grande dimensione più diffusa al momento è quella *mista*, in cui si riscontrano talune caratteristiche di entrambe le tipologie di gruppo fin'ora analizzate.<sup>112</sup>

I gruppi *misti*, infatti, si contraddistinguono per la contemporanea presenza da un lato, di imprese operanti in settori diversi e contraddistinte da una scarsa connessione economica, e dall'altro, di aziende caratterizzate da legami molto intensi dal punto di vista tecnico-produttivo. Tale tipologia di aggregazione può essere assimilata ad un grande gruppo finanziario operante in settori eterogenei, all'interno del quale si costituiscono dei sottogruppi economici che operano nel medesimo mercato.

Una seconda classificazione può essere effettuata in base alla relazione economico-produttiva che caratterizza il rapporto esistente tra le aziende. In particolare, in base a tale variabile possiamo individuare tre tipologie di raggruppamenti:

- *gruppi orizzontali*;
- *gruppi verticali*;
- *gruppi conglomerati*<sup>113</sup>.

---

<sup>112</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 167.

<sup>113</sup> Invero, una parte della dottrina (composta da coloro i quali considerano il gruppo come qualsiasi raggruppamento di imprese a direzione unica) distingue i gruppi orizzontali da quelli verticali non sulla base della relazione economico-produttiva tra le imprese, bensì in funzione della tipologia di legame esistente tra le società: in funzione di tale discriminante, i gruppi orizzontali sarebbero costituiti da imprese che si trovano sullo stesso livello e legate esclusivamente da vincoli contrattuali, la cui direzione risulterebbe affidata ad un comitato specifico; i gruppi verticali, invece, rappresenterebbero i gruppi come fin'ora concepiti, ovvero basati sul possesso di partecipazioni da parte della società madre. Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 152, Sorci C. – Faldetta G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 91.

I *gruppi orizzontali*, come per quanto visto per le aggregazioni orizzontali, sono composti da imprese che operano nello stesso settore produttivo e svolgono attività omogenee se non addirittura identiche.

Essi si formano principalmente per conseguire i vantaggi che derivano dalla grande dimensione, ovvero per raggiungere un maggiore peso contrattuale sul mercato, nonché per ottenere economie di scala e di raggio d'azione.

I gruppi verticali, invece, sono costituiti da imprese che appartengono allo stesso settore produttivo, ma si concentrano su fasi differenti e successive di un unico processo produttivo. Le aziende di tali aggregazioni, dunque, a differenza di quanto visto in precedenza, non svolgono attività simile, bensì complementare, in modo tale che i prodotti finiti di un'impresa rappresentino gli input necessari alla produzione della società collocata al livello successivo. Il risultato di tale concentrazione, pertanto, è il controllo unitario di un tratto più o meno ampio del ciclo completo di produzione. Ciò garantisce all'aggregazione l'ottimizzazione e la razionalizzazione delle attività di approvvigionamento dei fattori produttivi e/o di commercializzazione dei prodotti finiti. La non dipendenza da unità esterne al gruppo permette infatti, al management, di programmare e coordinare con maggiore sicurezza e precisione il flusso di produzione e di vendita, con evidenti vantaggi in termini di qualità, quantità e tempistica.<sup>114</sup>

Una terza categoria di gruppi è rappresentata dai gruppi conglomerati, molto diffusi nel panorama economico moderno. È stato osservato che tali aggregazioni «sono la risultante classica della tendenza moderna delle combinazioni aziendali alla concentrazione e alla diversificazione produttiva per creare complessi con maggiore peso economico e superare certe difficoltà

---

<sup>114</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 150.

nei rapporti di concorrenza».<sup>115</sup> Essi, infatti, sono formati da imprese operanti in settori molto differenti tra loro senza alcuna connessione di carattere economico-tecnica. All'interno di questi gruppi il collegamento tra le imprese è assicurato esclusivamente da vincoli finanziari, considerando che dal punto di vista economico, data l'effettiva eterogeneità delle entità dell'aggregazione, non si sviluppano neppure strutture distributive comuni.

Il principale vantaggio connesso all'implementazione di un gruppo conglomerato, è relativo alla possibilità di diversificare il rischio derivante dall'operare in un solo settore di attività, in modo tale che eventuali crisi congiunturali di determinati settori, non pregiudichino l'andamento economico-finanziario dell'intera aggregazione.

In base alla natura giuridica del soggetto economico dell'aggregazione, i gruppi possono essere classificati in:

- *gruppi pubblici;*
- *gruppi privati.*

Quando al vertice di un raggruppamento vi è un'impresa controllata direttamente dallo Stato o da un ente pubblico<sup>116</sup>, allora il gruppo viene definito pubblico; se, invece, la holding che gestisce il gruppo è controllata da soggetti privati il raggruppamento viene denominato privato. A tal proposito, è interessante notare che la natura pubblicistica o privatistica del gruppo non dipende dalla forma assunta in concreto dalla società capogruppo, ma esclusivamente dal soggetto economico dell'entità controllante. Infatti, anche quando il raggruppamento è controllato da una società per azioni (classica

---

<sup>115</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 151.

<sup>116</sup> E' opportuno sottolineare che la forma di società per azioni, tipica struttura legale privata, può essere validamente utilizzata dallo Stato per la conduzione di un gruppo che rimane pubblico, indipendentemente dalla forma in concreto assunta dalla società madre.

struttura privatistica) che a sua volta dipende dallo Stato o da un suo ente, il gruppo in oggetto rimane pubblico.

La distinzione tra gruppi pubblici e privati ha ripercussioni anche di carattere economico, specie in relazione agli scopi che l'aggregazione intende perseguire. Da un lato, i gruppi pubblici nascono e si sviluppano per soddisfare finalità di interesse generale, dall'altro, quelli privati per conseguire benefici di carattere individuale.<sup>117</sup>

I gruppi di natura pubblica, in Italia, nel corso del Novecento, hanno avuto ampia diffusione ed hanno occupato un ruolo preponderante nell'economia del Paese. Lo Stato attraverso essi, interveniva direttamente nelle attività produttive, stimolando la crescita economica e lo sviluppo. Infatti, gruppi pubblici del calibro di IRI, ENI e EFIM hanno trainato l'economia nazionale per decenni. Tuttavia, a partire dall'ultimo decennio del Novecento la situazione è mutata. Lo Stato ha avviato politiche di ridimensionamento del proprio intervento nell'economia, agevolando i processi di privatizzazione di molti gruppi pubblici<sup>118</sup>.

In base all'area geografica in cui il gruppo esercita la propria attività possiamo distinguere:

- *gruppi nazionali;*
- *gruppi internazionali;*
- *gruppi multinazionali.*

---

<sup>117</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 94; SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 94.

<sup>118</sup> Per approfondimenti sulla storia dei gruppi pubblici vedi PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 159.

Un gruppo viene definito nazionale quando tutte le imprese che vi partecipano appartengono alla stessa nazione. Considerata tale caratteristica, la maggior parte dei gruppi nazionali, evidenzia dimensione limitata.

I gruppi internazionali, invece, presentano dimensioni nettamente più ampie e costituiscono la tipologia di gruppo più diffusa nell'economia moderna. Essi sono fondati su unità produttive istituite ed operanti in paesi diversi, che si organizzano sulla base delle direttive impartite dalla capogruppo.

Una particolare tipologia di aggregazione internazionale è costituita dal gruppo multinazionale.

Esso rappresenta l'evoluzione del gruppo internazionale in un ideale processo di sviluppo dell'aggregazione che prevede dapprima una penetrazione commerciale oltre i confini nazionali, successivamente, la creazione di unità produttive in una pluralità di paesi stranieri ed infine, il raggiungimento di una visione strategica sovranazionale del mercato con programmi integrati di gestione delle risorse produttive, finanziarie, distributive e di ricerca.<sup>119</sup> Tali gruppi, infatti, sono formati da imprese che operano nei mercati internazionali e che hanno maturato un'esperienza tale da elaborare strategie fondate sull'integrazione dei diversi mercati di sbocco.

«I caratteri che qualificano un gruppo multinazionale sono, pertanto, il controllo di una pluralità di aziende presenti in diversi paesi, l'attuazione di una strategia comune che ponga in risalto l'unitarietà della direzione del gruppo fondandosi sull'integrazione delle politiche di gestione nazionali e sul coordinamento delle diverse funzioni, ed infine, il perseguimento di una reale integrazione nei mercati stranieri.»<sup>120</sup>

---

<sup>119</sup> Cfr. PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 155.

<sup>120</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 95.

## ***9. Le modalità di costituzione dei gruppi e le relative motivazioni***

La modalità di formazione dei gruppi aziendali risulta strettamente collegata con le specifiche motivazioni per le quali l'organizzazione si costituisce. In tal senso è opportuno ribadire che solitamente, a differenza di altri aggregati, «la costituzione del gruppo non è subordinata alla convenienza simultanea di tutte le aziende che vi partecipano ma, almeno inizialmente, a quella (o a quelle) che lo promuove e ne assume la guida in qualità di soggetto economico».<sup>121</sup> Tuttavia, talvolta, come successivamente verrà analizzato, anche l'istituzione di un gruppo può dipendere dalla volontà di tutte le aziende che vi fanno parte.

Il processo di formazione di tali raggruppamenti può essere di tipo originario, quando l'organizzazione economica, già al momento della sua costituzione viene articolata in più unità giuridicamente autonome, oppure di tipo derivato allorché scaturisce come risultato di una serie di processi<sup>122</sup>.

In particolare, la costituzione di un gruppo di tipo derivato può sostanzialmente essere riconducibile a due tipologie generali di operazioni:

- a. processi di aggregazione aziendale;
- b. processi di disaggregazione aziendale;

Nel primo caso, il gruppo si origina a seguito della riunione all'interno della medesima organizzazione economica di imprese precedentemente gestite in modo separato; nella seconda circostanza, invece, il raggruppamento si istituisce attraverso l'enucleazione in altre società di attività economiche,

---

<sup>121</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit.

<sup>122</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 84.

ovvero di interi rami d'azienda, eseguite anteriormente all'interno della impresa<sup>123</sup>.

Questi processi danno luogo, in concreto, a quattro modalità di costituzione dei gruppi, ovvero:

1. acquisto di partecipazioni di controllo in una o più società da parte di una società già esistente;
2. conferimento in una società dei pacchetti di controllo di altre società da parte dei possessori di tali pacchetti;
3. costituzione di nuove società per lo sviluppo di nuove attività;
4. scorporo di un ramo di attività e suo conferimento in un'altra impresa.

Le prime tre modalità elencate si riferiscono a processi aggregativi, relativi cioè alla *sub.a*, mentre l'ultima riguarda i processi disaggregativi, ovvero attinenti alla *sub.b*.

### ***9.1 L'acquisto partecipazioni***

La modalità tipica ed empiricamente più ricorrente che conduce alla costituzione di un gruppo è, senza dubbio, l'acquisizione di partecipazioni di controllo in altre società. Tale acquisizione può avvenire tramite:

---

<sup>123</sup> In particolare, il Cassandro sottolinea che «i gruppi, a differenza degli altri aggregati aziendali, possono sorgere, anziché da un processo di integrazione di più imprese già esistenti, da un processo di differenziazione di un'unica impresa. E quindi, mentre ogni altro aggregato di imprese suppone la precedente esistenza di più imprese, il gruppo, pur essendo anch'esso un aggregato di imprese, non presuppone l'esistenza di imprese distinte, precedentemente alla sua costituzione». CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 88.

- contrattazione privata tra le parti interessate, le quali definiscono liberamente un prezzo di comune accordo;
- acquisto in sede d'asta, nel caso di privatizzazione di una società a capitale pubblico.
- rastrellamento sul mercato, ovvero con acquisto delle azioni quotate sui mercati regolamentati.

In particolare, in quest'ultimo caso, se un'impresa acquisisce, a titolo oneroso, il 30% delle azioni ordinarie quotate di società italiane, è obbligata a lanciare un'offerta pubblica di acquisto (OPA).<sup>124</sup> L'OPA è uno speciale procedimento di acquisizione delle azioni di società quotate, la cui disciplina è contenuta principalmente nel D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo Unico delle disposizioni in tema di intermediazione finanziaria* o "TUF")<sup>125</sup>. L'obiettivo principale della normativa in oggetto è quello di garantire gli azionisti di minoranza, i quali potrebbero risultare danneggiati dall'operazione in essere, prescrivendo precisi adempimenti ed obblighi informativi a carico dell'acquirente<sup>126</sup>.

Tramite l'OPA un soggetto propone ai rimanenti azionisti l'acquisto della totalità di azioni ad un prezzo stabilito secondo parametri di legge. In tal modo

---

<sup>124</sup> La normativa, inoltre, prescrive altri due casi in cui è obbligatorio lanciare un'OPA:

- quando l'impresa raggiunge una partecipazione del 90%, se entro quattro mesi non ripristina un flottante sufficiente per assicurare il regolare andamento delle negoziazioni (in questo caso si parla di OPA residuale, poiché viene lanciata sulla rimanente parte delle azioni).
- quando la società acquisisce il 98% del capitale sociale di un'altra impresa.

<sup>125</sup> Le disposizioni riguardanti l'OPA sono contenute negli artt. 101bis-112 del T.U.F., e sono state oggetto di aggiornamento nel 2007 in sede di attuazione della Direttiva 2004/25/CE ("Direttiva OPA"), e successivamente nell'ambito di altre misure adottate per affrontare la crisi finanziaria, dal decreto legge 29 novembre 2008, n. 185 (decreto legge n. 185/2008).

<sup>126</sup> In particolare, l'articolo 102 del T.U.F., prescrive che l'offerente è tenuto ad una preventiva comunicazione alla Consob con documento, destinato alla pubblicazione, contenente le informazioni necessarie per consentire ai destinatari di pervenire ad un fondato giudizio sull'offerta. La Consob, entro quindici giorni dalla comunicazione, può indicare agli offerenti informazioni integrative da fornire e specifiche modalità di pubblicazione del documento d'offerta, nonché particolari garanzie da prestare.

il Legislatore permette agli azionisti di minoranza che non gradiscono il cambio di controllo di poter vendere le proprie azioni. L'offerta pubblica è irrevocabile e si rivolge a parità di condizioni a tutti i possessori degli strumenti finanziari che sono oggetto dell'OPA stessa. Inoltre, è limitata nel tempo e cade qualora non si riesca ad ottenere un numero di titoli sufficiente a prendere il controllo della società.

L'OPA può essere di tipo amichevole (o consensuale) quando l'acquisto viene concordato con il soggetto economico della società (azionisti o manager), ovvero di tipo ostile, quando l'acquisizione del pacchetto di controllo è effettuata contro il volere del management della società acquisita.<sup>127</sup>

Le disposizioni contenute nell'art. 104 del TUF, recentemente oggetto di modifica<sup>128</sup>, impongono a tutte le società italiane quotate i cui statuti non prevedano espressamente una scelta specifica in senso contrario, di astenersi dal compiere operazioni che possano contrastare con il conseguimento degli obiettivi dell'offerta (secondo la cosiddetta "*passivity rule*" o "*regola della passività*"), salvo che l'atto o l'operazione sia stata autorizzata dall'assemblea (ordinaria o straordinaria a seconda della natura dell'operazione). Pertanto, nel caso in cui lo statuto non deroghi con un'apposita previsione la *passivity rule*, la società target ha l'obbligo di rimanere neutrale, salvo espressa delibera assembleare.

A prescindere dalla specifica modalità di acquisizione, alla base dell'acquisto delle partecipazioni, il più delle volte, vi sono delle motivazioni di ordine economico-aziendale. Il tal senso è opportuno sottolineare, che il principale

---

<sup>127</sup> Nel caso di scalate amichevoli si parla di friendly takeover, mentre nel caso opposto, di hostile takeover.

<sup>128</sup> Le modifiche apportate dall'articolo 1, comma 3, del Decreto legislativo del 18 settembre 2009 (che corregge e integra il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229) in tema di passivity rule entreranno in vigore a partire dal 1° luglio 2010.

vantaggio che una società ottiene con il possesso delle partecipazioni azionarie è il controllo della società partecipata e, soprattutto, delle sue attività.

Una società che intende espandersi, infatti, grazie all'acquisto dei titoli rappresentativi del capitale sociale in luogo dell'azienda, ottiene il medesimo risultato, ovvero la possibilità di gestire nuove risorse, con investimenti relativamente ridotti: difatti, per ottenere il controllo della partecipata, essa non dovrà acquistarne l'intero pacchetto azionario, ma potrà limitarsi ad una quantità di azioni tale da garantire la maggioranza nelle assemblee sociali.

La specifica struttura che può assumere l'aggregazione, in alcune circostanze, permette alla capogruppo di controllare le società partecipate con investimenti minimi nel capitale di rischio di queste aziende. In particolare, nei gruppi strutturati verticalmente e caratterizzati da un sistema di partecipazioni a cascata (dove una partecipata controlla a sua volta altre società), la capogruppo riesce a massimizzare l'ammontare delle risorse controllate a parità di risorse finanziarie investite. Il meccanismo delle partecipazioni indirette, infatti, permette di esercitare la propria influenza anche su quelle aziende per le quali la capogruppo non ha sostenuto alcun esborso finanziario non detenendo direttamente un pacchetto azionario<sup>129</sup>.

Il tutto è reso possibile dalla presenza degli azionisti di minoranza di ciascuna società del gruppo che in realtà, pur investendo nel capitale di rischio delle imprese, rappresentano dei veri e propri finanziatori: infatti, essi non partecipano alle decisioni aziendali, le quali restano di competenza esclusiva della società al vertice dell'aggregazione, e si limitano a sottostare all'indirizzo di governo loro imposto dalla controllante<sup>130</sup>.

---

<sup>129</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 64.

<sup>130</sup> Naturalmente, agli azionisti di minoranza deve essere assicurato un adeguato rendimento che li incentivi a rimanere nell'aggregazione.

Ciò implica, all'interno di un gruppo, una netta separazione tra la proprietà e il controllo, considerato che gli azionisti di minoranza delle diverse controllate, non partecipano all'attività di gestione delle aziende di cui possiedono una parte del capitale.

Tale effetto può essere misurato con un indicatore che prende tecnicamente il nome di leva azionaria ottenuto dal rapporto tra capitale controllato e capitale investito:

$$\text{Leva Azionaria} = \frac{\text{capitale controllato}}{\text{capitale investito}}$$

La leva azionaria esprime il capitale controllato per ogni unità di capitale investito e pertanto, evidenzia la separazione tra proprietà e controllo in una data impresa.

L'azione di tale indicatore permette all'azionista di riferimento di ampliare il controllo azionario più che proporzionalmente rispetto all'impiego di risorse finanziarie impiegate. Tale effetto è particolarmente evidente nelle aggregazioni piramidali, dove all'aumentare del numero di livelli in cui si articola il gruppo, la società controllante riduce gradualmente il proprio impegno finanziario in quanto coinvolge nel finanziamento delle attività reali delle società operative gli azionisti di minoranza<sup>131</sup>.

Un'altra serie di motivazioni che possono spingere una società all'acquisto di partecipazioni azionarie deve essere indagata nell'ambito delle fonti di finanziamento esterne al gruppo e dei vantaggi che ne possono derivare.

Generalmente, la costituzione di un gruppo permette di ottenere una moltiplicazione della capacità di credito complessiva, in quanto l'indipendenza

---

<sup>131</sup> Cfr. SORCIC. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 65.

giuridica che contraddistingue ogni società del raggruppamento permette di godere di un'autonoma capacità di indebitamento sul mercato del capitale (*effetto leva finanziaria*).

In aggiunta, la gestione centralizzata dell'attività finanziaria che il più delle volte svolge la capogruppo, permette di raccogliere in modo più rapido, in volumi maggiori ed a condizioni più convenienti le risorse finanziarie necessarie, facendo affidamento anche sulle garanzie che le singole aziende possono vicendevolmente concedersi<sup>132</sup>.

A prescindere da queste considerazioni, ciò che incentiva all'acquisto delle partecipazioni azionarie, è la possibilità, per la controllante, di sfruttare l'indebitamento delle controllate al fine di ridurre l'investimento necessario per acquisirne il controllo. È stato correttamente osservato che «in questo modo il gruppo può fare un maggiore ricorso al capitale di debito come fonte di finanziamento e, contemporaneamente, l'azionista di controllo può immobilizzare minori risorse finanziarie per il controllo delle attività reali»<sup>133</sup>.

L'azionista di controllo, in sostanza, beneficia della azione combinata degli effetti della leva azionaria e di quella finanziaria secondo un meccanismo moltiplicativo conosciuto con il nome di leva multipla:

$$\text{Leva Multipla} = \frac{\text{capitale controllato} + \text{debiti finanziari}}{\text{capitale investito}}$$

L'azione della leva multipla, pertanto, permette al soggetto titolare del capitale di comando di ridurre ulteriormente la quantità di capitale da investire per ottenere il controllo di una data impresa. Il tutto è reso possibile dalla presenza

---

<sup>132</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 65 e 66.

<sup>133</sup> Cfr. ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA, Milano, 2000, p. 128.

dei finanziatori esterni che, come gli azionisti di minoranza di ciascuna società del gruppo, contribuiscono a fornire le risorse necessarie per alimentare le attività delle controllate.

Per completezza espositiva circa le fonti di finanziamento, è necessario evidenziare che, soprattutto nell'attuale contesto storico, la stessa appartenenza ad un gruppo di imprese viene valutata in modo positivo dai finanziatori: infatti, a parità di condizioni, una società che rientra in un raggruppamento riesce ad ottenere più agevolmente i capitali richiesti rispetto ad una società estranea ad un gruppo. Il finanziatore esterno, infatti, muove dall'assunto che in caso di cattive performance di un'impresa inserita in un'aggregazione, sia possibile che la stessa capogruppo intervenga al fine di risanare la situazione. Le società indipendenti, invece, hanno preclusa questa possibilità e pertanto, nell'ottica dell'istituto finanziario, rappresentano un investimento più rischioso da finanziare.

Gli acquisti di partecipazioni di controllo, e la conseguente formazione di un gruppo, possono essere motivati anche dalla riduzione dei cosiddetti *costi di transazione*<sup>134</sup>.

È risaputo infatti che, il gruppo, dal punto di vista organizzativo, rappresenta la migliore soluzione tra le forme classiche di istituzioni (gerarchia e mercato) atte a regolare le transazioni, capace di coniugarne i vantaggi, e al contempo, di superarne i limiti<sup>135</sup>.

Tale considerazione fonda le proprie radici sulla *teoria dei costi di transazione*, secondo la quale la scelta ottimale tra la produzione interna (la

---

<sup>134</sup> Per approfondimenti sul tema si consiglia la lettura di Coase R.H., *The nature of the firm*, *Economica*, novembre 1937; Williamson O.E., *op.cit.*, 1975; Williamson O.E., *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, Markets, Relational Contracting*, The Free Press, New York, 1985

<sup>135</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, *op.cit.*, p. 70.

gerarchia) di un dato bene, o l'acquisizione sul mercato, deve essere orientata verso la struttura che permette di minimizzare il costo totale della transazione, su cui influiscono in maniera determinante i costi coordinamento e quelli di produzione<sup>136</sup>.

I costi di coordinamento sono costituiti da tutti quegli oneri collegati all'implementazione ed alla gestione delle relazioni contrattuali di mercato. Nello specifico, fanno riferimento ai costi necessari ex ante, per individuare i fornitori e formulare un contratto, ed ex post, per controllarne l'esecuzione definendo le soluzioni delle controversie.

All'opposto, i costi di produzione sono rappresentati da tutte quelle spese che si sostengono per la gestione interna delle attività nell'ambito di un'azienda.

Secondo la teoria economica, a determinate condizioni, ovvero in presenza di relazioni ricorrenti, caratterizzate da un basso grado di incertezza e con investimenti non specializzati, le transazioni devono essere affidate al mercato poiché i costi coordinamento (grazie alle maggiori economie di scala che si originano sul mercato rispetto alla singola impresa) risulteranno inferiori rispetto ai costi di produzione.

Tuttavia, in situazioni caratterizzate da condizioni di incertezza, investimenti specializzati e transazioni non ricorrenti, la gerarchia, e quindi l'internalizzazione dei processi aziendali, rappresenta la soluzione più conveniente, poiché permette di minimizzare, in presenza di asimmetrie informative, i rischi di comportamenti opportunistici che farebbero lievitare i costi di coordinamento in modo esponenziale. Ciò nonostante, in queste condizioni, anche la gerarchia può non risultare una scelta ottimale, poiché,

---

<sup>136</sup> Per transazione, si intende il trasferimento di un bene o di un servizio attraverso un'interfaccia separabile sotto il profilo tecnologico. Tale processo determina dei costi che vengono definiti costi di transazione.

soprattutto in presenza di sovraccarichi informativi, si originerebbero elevati costi di organizzazione.

In tale contesto, può essere introdotto il gruppo, quale struttura organizzativa capace di ottenere il migliore trade-off tra i costi di coordinamento e quelli di produzione.

Da un lato, infatti permette di attenuare le inefficienze del mercato legate alla circolazione delle informazioni, alle transazioni dei beni e al reperimento dei capitali, contribuendo a ridurre in maniera drastica i costi di coordinamento legati alla frammentazione delle diverse attività in numerose unità autonome. Dall'altro, la presenza di aziende giuridicamente distinte, può fungere da incentivo per i manager, i quali, dotati di maggiore autonomia ed indipendenza rispetto a quelle godute nel caso di aziende multidivisionali, potrebbero limitare i comportamenti opportunistici con l'effetto di ridurre i costi interni di governo<sup>137</sup>.

Considerate queste motivazioni di carattere generale che possono spingere una società ad acquisire partecipazioni di controllo, è opportuno accennare ai vantaggi ed agli svantaggi che tale modalità di costituzione presenta rispetto alle altre forme considerate. In particolare, l'acquisizione di titoli rappresentativi del capitale sociale di altre società, garantisce alla controllante la possibilità di raggiungere in tempi brevi la realizzazione dell'investimento e l'attivazione della nuova attività. Inoltre, l'acquisto delle azioni, configura un tipo di investimento flessibile in relazione alla liquidabilità della quota acquisita, poiché, soprattutto in caso di insuccesso, è possibile cedere sul mercato le partecipazioni detenute.

---

<sup>137</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 71.

Di contro, il principale svantaggio legato a tali processi di acquisizione è strettamente connesso all'eventuale resistenza al processo di integrazione tecnico-operativa di aziende diverse: infatti la costituzione del gruppo deve riuscire a superare i problemi che potrebbero originarsi dall'integrazione di strutture organizzative e produttive eterogenee, culture lavorative differenti, sistemi informativi e linguaggi difformi<sup>138</sup>.

Tutto ciò premesso, è bene ribadire che la costituzione dei gruppi avviene, quasi esclusivamente per mezzo dell'acquisizione di partecipazioni in aziende precedentemente indipendenti.

## 9.2 *La costituzione di nuove società*

Una seconda modalità di formazione dei gruppi riconducibile a processi aggregativi riguarda l'istituzione di nuove società: in particolare, un'impresa, che successivamente alla creazione del gruppo assumerà la veste di capogruppo, costituisce nuove entità giuridicamente autonome, acquisendone la totalità dei titoli rappresentativi il capitale sociale, ovvero una quantità tale da assicurarne il controllo<sup>139</sup>.

Una società, solitamente, ricorre a tale soluzione in due casi:

- quando, per un qualsiasi motivo, risulti impossibile acquisire il controllo di un'azienda già operante sul mercato;

---

<sup>138</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 84.

<sup>139</sup> Tale modalità di costituzione è anche conosciuta come filiazione.

- allorché un'azienda voglia intraprendere nuove attività particolarmente rischiose in settori caratterizzati da elevata aleatorietà.

A prescindere dalla specifica circostanza, l'effetto che la società che costituisce il gruppo ottiene è la limitazione della propria responsabilità per le obbligazioni assunte dalle controllate. Essa infatti, pur conservando un ruolo fondamentale nelle scelte strategiche ed operative di queste società, circoscrive il rischio derivante dall'andamento della gestione delle controllate.

Tale condizione agevola l'attuazione di strategie di diversificazione poiché, di fatto, stimola la controllante ad investire in nuovi settori, spesso, particolarmente rischiosi<sup>140</sup>: infatti, lo scudo della responsabilità limitata, legato alla costituzione di nuove società, permette l'attuazione di investimenti innovativi caratterizzati da rischi di particolare entità o gravità, senza compromettere la sopravvivenza dell'intero gruppo<sup>141</sup>.

In effetti, a livello economico, anche nell'ipotesi estrema di fallimento di una determinata controllata, le perdite per la società madre, si limiterebbero esclusivamente al capitale investito, riuscendo a circoscrivere le conseguenze negative alla specifica unità in crisi ed evitando il coinvolgimento di altre società dell'aggregato. Proprio la limitazione del rischio rappresenta uno dei principali vantaggi che fa optare ad un'impresa in espansione per la scelta organizzativa del gruppo piuttosto di quella della grande impresa multibusiness: infatti, nel caso di fallimento di una divisione, l'intero complesso aziendale risulterebbe compromesso, poiché per le obbligazioni

---

<sup>140</sup> L'espansione in business tra loro non correlati in termini di redditività, consente di ottenere una diversificazione del rischio che grava sui risultati aziendali neutralizzando quello che nella teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM) viene denominato rischio non sistematico. Per approfondimenti sul tema si consiglia la lettura di BREALEY R.C.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, op.cit.

<sup>141</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 72.

sociali risponderebbe integralmente il capitale sociale dell'impresa multibusiness<sup>142</sup>.

Ciò premesso, è bene sottolineare che, talvolta, anche la società al vertice di un gruppo interviene per risolvere momentanee crisi che potrebbero pregiudicare la sopravvivenza delle controllate: infatti, se pur vero che giuridicamente i costi risultano circoscritti all'investimento effettuato, l'immagine dell'intero complesso verrebbe danneggiata, provocando così oneri sociali difficili da quantificare.

Altri vantaggi collegati a tale modalità di formazione dei gruppi riguardano il grado di integrazione tra le diverse unità: la possibilità di definire la struttura operativa, organizzativa e gestionale delle nuove società, permette alla capogruppo di limitare anche i rischi tipici dell'integrazione tecnico-economica di aziende diverse, poiché già in sede di costituzione, le imprese saranno istituite secondo un'ottica unitaria.

Tuttavia, la soluzione di istituire nuove imprese comporta, da un lato, tutte le problematiche tipiche, in termini sia strategici che operativi, connesse alla nascita di tali iniziative imprenditoriali. Dall'altro, rispetto alle altre modalità di formazione dei gruppi, rappresenta l'opzione più impegnativa dal punto di vista economico, poiché richiede un ingente investimento per assegnare una dotazione patrimoniale alle società costituite. Ciò naturalmente ha effetti anche in termini di flessibilità: in caso di insuccesso dell'operazione, infatti, a differenza di quanto accade con l'acquisto delle partecipazioni, l'azienda difficilmente potrà liquidare l'investimento attuato senza ingenti perdite.

---

<sup>142</sup> «...l'organizzazione a gruppo consente di scomporre il sistema dei rischi d'impresa in sottosistemi propri delle singole unità giuridicamente indipendenti i quali, perciò, si compongono nel sistema generale dei rischi di impresa con limitazioni e pertanto mutano il significato, alleggerendolo. In questo aspetto l'impresa risulta suddivisa in "comparti" le cui vicissitudini si riflettono sul tutto in misura attenuata rispetto a quello che altrimenti potrebbe essere»; AZZINI L., *I gruppi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1975, p. 41.

Inoltre, dal punto di vista temporale, tale soluzione rappresenta, il più delle volte, un investimento con un ritorno estremamente incerto e differito nel tempo.

### ***9.3 Il conferimento dei pacchetti di controllo***

Nell'ambito dei processi aggregativi, un'ultima modalità di formazione di un gruppo è quella che si origina in seguito al conferimento da parte dei proprietari, dei rispettivi pacchetti azionari in una società di nuova costituzione, ma talvolta anche già esistente, in cambio delle azioni o quote della società conferitaria che, in virtù degli apporti effettuati, diventa, di fatto, la capogruppo dell'aggregazione così costituita.

L'implementazione di tale modalità di formazione necessita, a differenza di quanto visto in linea generale per i gruppi, della volontà unanime di tutti i soggetti che intendono integrare le proprie attività: infatti, in questa ipotesi di costituzione, è assente la coercizione imposta dalla società capogruppo, poichè l'aggregazione si forma in modo spontaneo. In effetti, si ricorre a tale modalità di costituzione quando nessuna società possiede la capacità finanziaria di acquistare i pacchetti di controllo delle altre imprese<sup>143</sup>.

A livello empirico, la costituzione di gruppi mediante conferimento dei pacchetti di controllo in una nuova società trova scarsi riscontri: ciò deriva principalmente dalle conseguenze, in termini di influenza, che si riflettono su ciascun azionista quando viene implementata tale modalità di formazione. In effetti, «in questo caso, (...) il pacchetto di maggioranza detenuto dai singoli

---

<sup>143</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 141.

azionisti, vede diminuire il proprio peso percentuale trasformandosi in una più ridotta quota di partecipazione nella comune società controllante, con la corrispondente riduzione del proprio potere decisionale»<sup>144</sup>. Pertanto, ogni singolo azionista vede diminuire la propria importanza all'interno del nuovo gruppo, in maniera tanto più evidente quanto più è elevato il numero dei soggetti che partecipano all'iniziativa<sup>145</sup>.

Considerato ciò, appare evidente che le motivazioni che condizionano la scelta di ricorrere a tale modalità costitutiva devono essere indagate al di fuori delle dinamiche economiche-finanziarie delle società coinvolte nell'aggregazione. Nello specifico, a tale ipotesi di formazione si ricorre in due circostanze:

- a. quando si vuole stabilizzare il controllo della proprietà azionaria, nel caso in cui si presentasse molto frazionata;
- b. al fine di realizzare operazioni di concentrazione economica, senza tuttavia, intraprendere impegnative ed onerose operazioni di fusione o di acquisizione di aziende.

Il relazione alla prima fattispecie può essere d'ausilio considerare l'esempio in cui la proprietà della *società X*, al vertice di un gruppo aziendale composto da tre società (*A*, *B* e *C*), risulti così suddivisa:

---

<sup>144</sup> Cfr. SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 85.

<sup>145</sup> In tal senso può essere chiarificatore il seguente esempio. Tizio che detiene il 51% delle azioni della società *A* con capitale sociale di 100 decide di conferire la propria partecipazione in un'impresa già esistente *B* con capitale sociale di 200, cui partecipano altri soci. Tizio, dopo il conferimento, muta la propria posizione in termini di influenza, passando dalla qualifica di soggetto economico della società *A*, a semplice azionista di minoranza di *B*, di cui possiede solo il 17%. Nel caso in cui la società *B* fosse dotata di un capitale sociale superiore (per esempio, perché composta da più soci), il peso relativo di Tizio, in termini di influenza decisionale, sarebbe ancora inferiore.

Figura 1.13



Dal grafico risulta evidente che nessun socio possiede la maggioranza necessaria per esercitare il controllo dell'impresa: a tal fine, infatti, risulta necessario stipulare accordi con altri soci, in assenza dei quali si verificherebbe una sorta di paralisi decisionale. Per ovviare a tale problematica, si potrebbe optare per la costituzione di una nuova *società Y*, in cui i soci potrebbero conferire i rispettivi pacchetti di partecipazioni.

In particolare, se i conferimenti fossero effettuati dai soci *Alfa*, *Beta*, e *Gamma*, si originerebbe una situazione in cui il capitale dell'azienda *Y* sarebbe così composto:

Socio Alfa	45,5%
Socio Beta	36,5%
Socio Gamma	18,0%
Totale società Y	100%

La costituzione della nuova società modificherebbe, sostanzialmente, anche i rapporti di forza all'interno della *società X*: infatti, la *società Y*, possedendo il

55% del capitale sociale di *X*, ne diventerebbe il nuovo soggetto economico, poiché sarebbe proprietaria della maggioranza assoluta del capitale:

Figura 1.14



A tal proposito è interessante osservare che nel caso di costituzione della *società Y*, muterebbe anche il quorum necessario per orientare le scelte strategiche ed operative della *società X*: infatti, sarebbe sufficiente l'accordo di soli due soci (tra quelli che hanno costituito *Y*) e non il consenso unanime dei tre, come nel caso originario.

Proprio per tale motivo, tale operazione è spesso realizzata nelle aziende familiari<sup>146</sup>, dove dopo diverse generazioni, la proprietà risulta molto frazionata fra parenti e affini, spesso con posizioni non del tutto convergenti. La costituzione di una nuova società in grado, di custodire la maggioranza assoluta o relativa della precedente società capogruppo, rappresenta una soluzione ottimale per agevolare i processi deliberativi<sup>147</sup>.

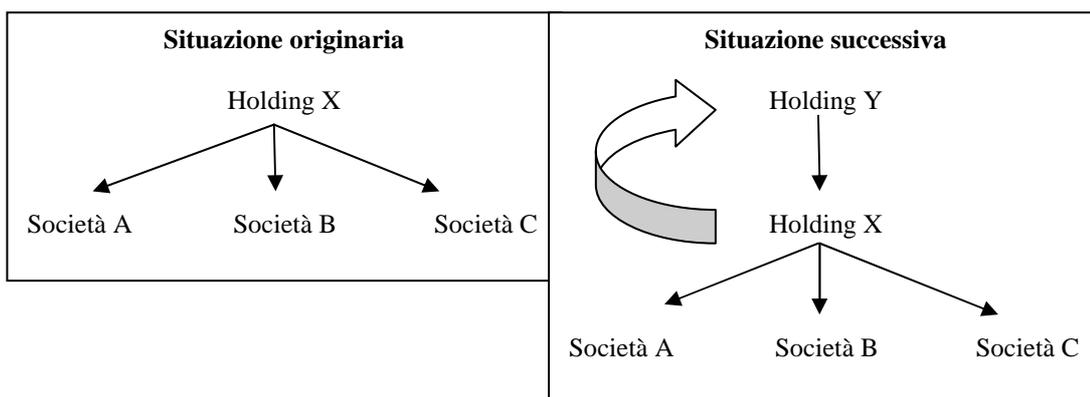
---

<sup>146</sup> In tal senso, l'esempio più importante nel nostro paese è quello costituito dalla società cassaforte della famiglia Agnelli, ovvero la Exor S.p.A. Tale holding, nata dalla fusione per incorporazione tra IFIL in IFI del marzo 2009, è il maggior azionista del Gruppo Fiat ed è controllata dagli eredi Agnelli.

<sup>147</sup> Proprio perché in tale società convergono i pacchetti che complessivamente assicurano il controllo del gruppo sottostante, essa viene definita società cassaforte o superholding.

La costituzione di una nuova holding, alla quale viene affidato il compito di controllare società o gruppi precostituiti, configura una sorta di *sviluppo all'indietro*<sup>148</sup> di un'aggregazione già esistente, come evidenziato nel seguente schema:

Figura 1.15



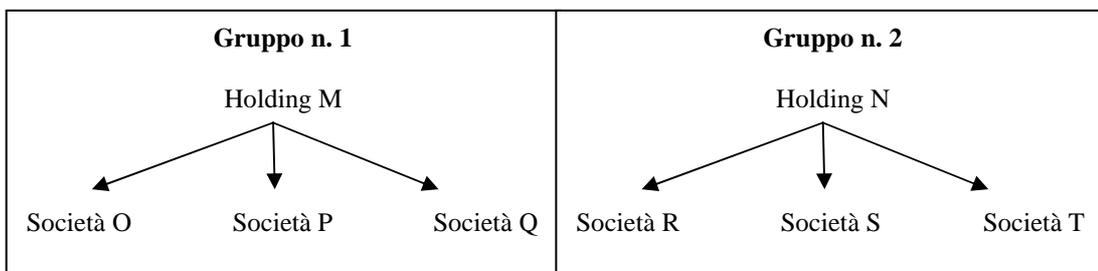
La seconda motivazione che può spingere alla costituzione di un'aggregazione mediante il conferimento di partecipazioni in un'altra società è, come già indicato nella *sub.b*, quella di attuare una forma di concentrazione aziendale senza ricorrere agli istituti tipici come la fusione o l'acquisizione aziendale.

Il meccanismo di formazione del gruppo ricalca quello analizzato in precedenza circa il conferimento delle partecipazioni, con la differenza che, in questo caso, gli apporti vengono effettuati dalle società e non dalle persone fisiche.

<sup>148</sup> Cfr. SARCONE S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 38; CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 176.

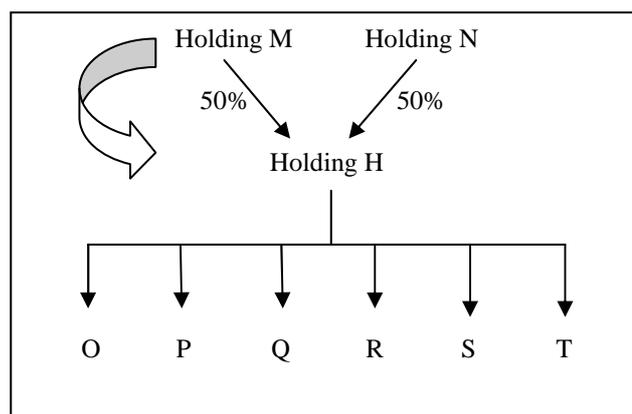
A titolo esemplificativo, possiamo considerare due gruppi distinti, dove ciascuna holding controlla rispettivamente tre società operative, come illustrato nel seguente schema:

Figura 1.16



L'operazione di concentrazione si realizza allorché le holding *M* e *N* conferiscono le partecipazioni rispettivamente detenute in una nuova società (nel nostro esempio la *società H*) ricevendo in contropartita titoli rappresentativi del capitale sociale di quest'ultima, la quale diventa, a tutti gli effetti, una *sub-holding*. Schematicamente tale operazione può essere così rappresentata:

Figura 1.17



In questo caso la *società H* si presenta al mercato come un singolo complesso produttivo, gestito in modo unitario e con una mole di risorse a disposizione molto maggiore. A differenza di quanto visto nella *sub.a*, in questa circostanza, si parla di *sviluppo in avanti del gruppo*<sup>149</sup>, poiché la costituzione della subholding di partecipazioni, aumenta i livelli su cui l'aggregazione si articola, introducendo un nuovo strato intermedio tra le controllanti e le società operative.

Generalmente, il capitale sociale della nuova società in cui vengono conferite le partecipazioni, viene equamente ripartito tra le holding capogruppo, in modo tale da formare un'aggregazione tra società poste in posizione paritetica, la cui direzione unitaria, il più delle volte viene assicurata dalla nomina dello stesso numero di soggetti all'interno del consiglio di amministrazione della conferitaria<sup>150</sup>.

A livello giuridico, entrambe le fattispecie analizzate (rispettivamente *sub.a* e *sub.b*), dal momento in cui non si verificano movimentazioni monetarie, poiché la contropartita del conferimento del pacchetto di controllo è rappresentata dalle azioni della stessa società conferitaria, vengono regolamentate con le stesse disposizioni impiegate in tema conferimento di beni in natura<sup>151</sup>.

---

<sup>149</sup> Cfr. SARCONI S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 38; CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 176.

<sup>150</sup> Cfr. SARCONI S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 27

<sup>151</sup> In particolare, si fa riferimento alle disposizioni di cui agli artt. 2343 e ss., nel caso il conferimento sia effettuato in una società di nuova costituzione, mentre agli artt. 2441 e ss., nel caso di conferimento in un'impresa già esistente.

#### ***9.4 Lo scorporo***

La classica modalità di costituzione dei gruppi tramite processi disaggregativi è rappresentata dallo scorporo, tramite cui una società conferisce uno o più rami d'azienda in altre imprese, ricevendone in cambio azioni o quote<sup>152</sup>. In particolare, attraverso lo scorporo, si attribuisce autonomia giuridica ad una specifica attività precedentemente esercitata all'interno dell'impresa, assegnando ad essa una serie di attività e di passività<sup>153</sup>. In sostanza, lo scorporo determina una variazione qualitativa del patrimonio della società conferente, dove in luogo delle attività (e delle eventuali passività) conferite, si ritrovano le azioni (o quote) ricevute in cambio dalla società conferitaria. «La combinazione economica, nel suo complesso, non subisce quindi modifiche di tipo sostanziale: ciò che si ottiene è solo una trasformazione giuridico-formale di un'azienda già costituita»<sup>154</sup>.

Lo scorporo, a seconda dell'area di trasferimento cui si riferisce, può essere parziale o totale.

Nel primo caso il trasferimento riguarda esclusivamente una parte dell'azienda ben determinata. In tali circostanze la capogruppo assume la veste di holding industriale, poiché, da un lato, continua ad esercitare alcune attività produttive e dall'altro affianca la gestione finanziaria delle partecipazioni nelle aziende scorporate.

---

<sup>152</sup> In tal senso, si ricorda che lo scorporo si differenzia dalla scissione parziale poiché l'assegnatario delle azioni o quote che derivano dal conferimento è la società stessa e non i soci dell'impresa.

<sup>153</sup> Attraverso lo scorporo, pertanto, si garantisce autonomia giuridica e patrimoniale ad un'azienda, di fatto, già esistente.

<sup>154</sup> Cfr. CECCHI M., *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, Franco Angeli, 2005, p.107.

Lo scorporo totale, invece, riguarda l'intera azienda: infatti, la capogruppo assegna integralmente la gestione delle attività operative alle neo costituite imprese, trasformandosi in una holding finanziaria con lo scopo di gestire le partecipazioni assunte.

Le principali motivazioni che portano alla costituzione di un gruppo tramite processi di scorporo devono essere indagate nell'ambito dei processi di espansione aziendale.

In effetti, in alcune circostanze le divisioni delle imprese multibusiness raggiungono dimensioni tali che diventa opportuno assegnare loro un grado di autonomia maggiore<sup>155</sup>. Ciò permette, da un lato, di circoscrivere il rischio relativo all'attività esercitata, e dall'altro, di focalizzare risorse e competenze di ciascuna società su un determinato *core business*. Il raggruppamento che si origina in seguito a processi di scorporo potrà vantare il massimo grado di integrazione tra le diverse unità sia dal punto di vista economico-tecnico che da quello relativo alla cultura e ai valori aziendali.

A livello empirico, un classico esempio in tal senso è rappresentato dai processi di spin-off interno, dove lo scorporo conferisce autonomia giuridica ad una divisione già indipendente che si vuol mantenere collegata alla società madre<sup>156</sup>.

Talvolta, i processi di scorporo possono essere anche dettati da necessità contingenti: un esempio tipico in tal senso si verifica in sede di ammissione di una società nei mercati regolamentati. L'operazione in essere permette alla società di accedere alla quotazione di borsa soltanto con le attività operative capaci di accrescere l'interesse degli investitori. Lo scorporo, in questo caso,

---

<sup>155</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 140.

<sup>156</sup> Cfr. CECCHI M., *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 107

avrà la funzione di assegnare a società giuridicamente indipendenti, le attività considerate dal mercato meno appetibili<sup>157</sup>.

---

<sup>157</sup> «...molti grandi gruppi italiani di grandi dimensioni nei periodi di ciclo positivo del mercato azionario (*hanno utilizzato lo scorporo*) per raccogliere i fondi necessari per finanziare i nuovi investimenti ai vari livelli di gruppo». CECCHI M., *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, op.cit., p. 108.

## ***CAPITOLO 2***

### **Il bilancio consolidato**

#### ***1. Introduzione***

Il gruppo, quale entità economica distinta rispetto a quella delle imprese di cui è formato, redige un proprio rendiconto, denominato bilancio consolidato<sup>158</sup>.

Esso non sostituisce il bilancio della capogruppo e quello delle consociate, ma si affianca a questi fondamentali documenti informativi al fine di fornire una rappresentazione integrata delle dinamiche economiche, finanziarie e patrimoniali dell'unità complessiva<sup>159</sup>.

Più precisamente, il consolidato rappresenta il principale strumento d'informazione economica dell'andamento della gestione dei gruppi societari.

---

<sup>158</sup> Il Pisoni precisa che il bilancio di un gruppo può assumere sia la configurazione di bilancio consolidato che quella di bilancio aggregato. In particolare, il primo viene redatto dai gruppi verticali, caratterizzati da una direzione unica esercitata dalla capogruppo mediante il possesso di partecipazioni. Il bilancio aggregato, invece, viene presentato dai gruppi orizzontali, e riflette la situazione patrimoniale e finanziaria di un raggruppamento di società non legate fra di loro da un rapporto giuridico di partecipazione. Rif. PISONI P.- BUSSO D., *Il bilancio consolidato*, Giuffrè editore, Milano, p. 16

<sup>159</sup> Il bilancio della capogruppo è anche detto bilancio separato.

In tal senso succinta ma completa, è la definizione proposta dai Principi contabili internazionali, i quali definiscono il consolidato come *il bilancio di un gruppo presentato come se fosse quello di un'unica entità economica*<sup>160</sup>.

Il bilancio consolidato ha come obiettivo quello «di indicare il risultato economico e le variazioni avvenute nel patrimonio del gruppo, considerato come un'unica entità economica formata dalla società madre e dalle affiliate»<sup>161</sup>. Sostanzialmente, esso assolve la stessa funzione che realizza il bilancio d'esercizio per la singola impresa secondo la seguente relazione<sup>162</sup>:

$$\text{bilancio consolidato : gruppo} = \text{bilancio d'impresa : unità aziendale}$$

Tuttavia, deve essere preliminarmente precisato che, il documento in oggetto non deriva dalla semplice sommatoria dei valori indicati nei singoli bilanci delle consociate bensì da un specifica procedura detta appositamente di consolidamento<sup>163</sup>.

Attraverso quest'ultima, i bilanci delle società del gruppo vengono aggregati e sottoposti alle opportune operazioni di rettifica dei valori intersocietari<sup>164</sup>. Soltanto a seguito di ciò, il consolidato diventa lo strumento di

<sup>160</sup> Rif. IAS 27 par. 4

<sup>161</sup> Cfr. TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, op.cit., p. 63.

<sup>162</sup> Cfr. ANDREI P.- AZZALI S.- GAVANA G.- LAI A.- RINALDI L.- SACCON C.- VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, Il Sole 24 ore, 2008, p. 1.

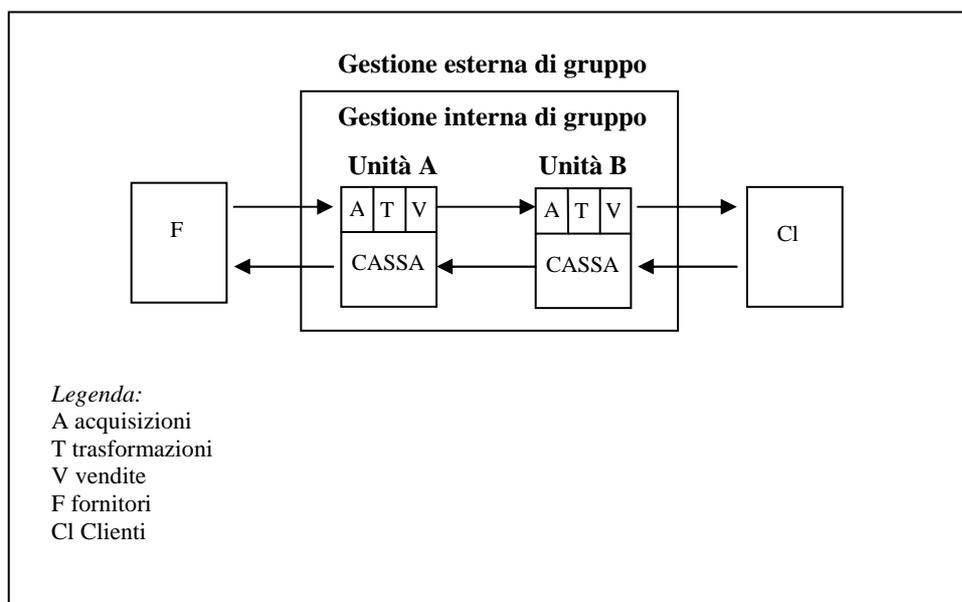
<sup>163</sup> In realtà tale procedura, permette di aggregare qualsiasi tipo di bilancio, anche in assenza di gruppo. Tuttavia, esclusivamente il presenza di un gruppo tale documento configura un bilancio consolidato di gruppo, oggetto della nostra trattazione. Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 314; SARCONI, S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 122.

<sup>164</sup> Su tale punto è opportuno precisare che, il bilancio consolidato rappresenta un bilancio di secondo livello, ovvero riflette i bilanci delle società incluse nel consolidamento: in sostanza, esso è ottenuto indirettamente, attraverso l'aggregazione e la rettifica dei valori contenuti nei diversi bilanci delle società facenti parte del gruppo.

rappresentazione della dinamica economico-finanziaria del gruppo, in grado di fornire un sistema di informazioni che i bilanci individuali, analizzati isolatamente, non risultano in grado di offrire.<sup>165</sup>

L'ipotesi alla base della redazione del bilancio consolidato è il venir meno del diaframma giuridico esistente tra le imprese del gruppo, in modo da configurare un'entità unica anche dal punto di vista formale.<sup>166</sup> In pratica, il redattore non deve tener conto della separazione giuridica esistente tra le singole imprese, "fingendo" che queste rappresentino un solo soggetto operativo anche dal punto di vista formale<sup>167</sup>.

Figura 2.1 – La gestione interna ed esterna del gruppo



Fonte: Rinaldi L., 1999, p. 29

In tema di consolidato, i Principi contabili nazionali precisano che per la redazione di tale bilancio, «le singole imprese vengono assimilate a divisioni o

<sup>165</sup>Cfr. ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, Il Sole 24 ore, Milano, 2007, p. 21.

<sup>166</sup> Cfr. CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 313.

<sup>167</sup> Cfr. SARCONE S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 121.

filiali di un'unica grande società. Da ciò derivano due importanti caratteristiche:

- a. le singole attività e passività e i singoli componenti del conto economico dell'impresa madre o capogruppo o controllante vanno sommati alle corrispondenti attività e passività e ai corrispondenti componenti del conto economico delle controllate;
- b. gli elementi patrimoniali ed economici che hanno natura di reciprocità, e che quindi non hanno rilevanza, ossia non hanno alcun significato quando le società vengono considerate come un'unica impresa, vanno eliminati dal bilancio consolidato, con lo scopo di evidenziare solo i saldi e le operazioni tra il gruppo e i terzi.

Pertanto, il bilancio consolidato consente di:

- sopperire alle carenze informative e valutative dei bilanci delle società che detengono rilevanti partecipazioni di maggioranza;
- ottenere una visione globale delle consistenze patrimoniali finanziarie del gruppo e delle sue variazioni, incluso il risultato economico;
- misurare tali consistenze e risultati secondo i principi contabili, eliminando gli utili infragruppo non realizzati nei confronti di terzi;
- assolvere a funzioni essenziali d'informazione; il bilancio consolidato è lo strumento informativo primario di dati patrimoniali, economici e finanziari del gruppo sia verso i terzi che sotto il profilo del controllo di gestione; funzioni che non possono essere assolte dai bilanci separati delle singole società componenti il gruppo»<sup>168</sup>.

---

<sup>168</sup> Principio contabile nazionale n. 17, p. 22.

## ***2. Profili storici relativi all'impiego del bilancio consolidato***

In Italia, la disciplina generale relativa al bilancio consolidato è stata introdotta, in attuazione della VII direttiva CEE, dal decreto legislativo 127 del 1991, il quale ha imposto un obbligo generalizzato di redazione per tutti i gruppi privati di una certa dimensione.

Invero, il consolidato non rappresentava una novità per il nostro Paese, in quanto, soprattutto in ambito pubblico, è possibile trovare numerosi riscontri, già a partire dai tardi anni Cinquanta<sup>169</sup>.

Le prime, seppur frammentarie, disposizioni su tale tema impartite dal Ministero delle Partecipazioni Statali risalgono infatti al 1959, ed erano dirette ad alcune società pubbliche, tra cui IRI ed ENI, al fine di predisporre bilanci uniformi e comparabili per indagare l'andamento dell'apparato aziendale pubblico.

In particolare, la prima azione organica fu attuata nel 1960 con la circolare 74/22823, nella quale il Ministero delle Partecipazioni Statali dettava alcune regole per la predisposizione dei bilanci: più precisamente, venivano indicate alcune disposizioni basilari in tema contabile, come la classificazione delle poste patrimoniali secondo il criterio della liquidità, la necessità della redazione di un conto profitti e perdite e di una relazione illustrativa circa la composizione delle voci e la loro formazione.<sup>170</sup>

---

<sup>169</sup> Infatti, l'IRI già a partire dal 1954, compilava una sorta di bilancio consolidato limitato però alla sola situazione patrimoniale consolidata, nella quale le attività del gruppo erano presentate secondo una classificazione per settore: industriale, bancario nonché i "conti dell'istituto non consolidati", ovvero le attività in settori diversi da quelli precedenti.

<sup>170</sup> Per approfondimenti cfr. TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, op.cit., p. 134.

Tuttavia, molte aziende pubbliche a cui tali prescrizioni erano rivolte, di fatto, non le adottarono. A titolo esemplificativo, l'IRI posticipò la redazione del Conto economico consolidato fino al 1974.

Uno stato totalmente differente, invece, caratterizzava il settore privato, in cui la mancanza di una normativa generale in tema di consolidato, limitava a casi sporadici la stesura di tale documento. Più precisamente, solamente i gruppi di più vaste dimensioni si preoccupavano della redazione di un simile bilancio, in ragione soprattutto di un utilizzo interno: il consolidato, infatti, veniva considerato come un vero e proprio strumento del controllo di gestione, capace di orientare il management verso le scelte strategiche più opportune per lo sviluppo dell'aggregazione.

Considerato ciò, a livello complessivo, ne derivavano bilanci che, seguendo logiche differenti e principi non omogenei, risultavano incomparabili.

Tale situazione si protrasse immutata fino al 1974, quando il Parlamento con la legge 216, affidò alla Consob la facoltà di richiedere alle società quotate la redazione del bilancio consolidato, inteso quale strumento di informazione nei confronti del pubblico risparmio. In particolare l'art. 3, lett. a), della citata normativa disponeva che questa potesse «prescrivere alle società con azioni quotate in borsa e agli enti aventi per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali, i cui titoli sono quotati in borsa, la redazione di bilanci consolidati di gruppo anche per settori omogenei».

Tuttavia, l'esercizio effettivo di tale facoltà fu parecchio posticipato, considerando che si concretizzò solo otto anni più tardi. Infatti, l'assenza di una serie di principi generali di redazione, limitava di molto le prerogative concesse alla Consob.

Secondo una parte della dottrina del tempo, doveva essere la stessa Consob a colmare tale lacuna, ma di fatto, essa si limitava ad invitare le imprese a seguire la prassi internazionale evidenziando altresì l'importanza dei principi contabili disposti dal consiglio nazionale dei dottori commercialisti come punto di riferimento per le tutte le società<sup>171</sup>.

Nel medesimo periodo l'Assonime con la circolare 96 del 1982, insieme a un compendio di principi relativi al bilancio d'esercizio, presentò una serie di disposizioni in tema di consolidato riguardanti le soprattutto le modalità operative di redazione: in particolare, venivano analizzate le tematiche attinenti all'area di consolidamento, alle metodologie di redazione, alla struttura dei documenti<sup>172</sup>. Sostanzialmente tali disposizioni erano frutto dell'unione tra la disciplina stabilita dai Principi contabili internazionali e quella contenuta nella VII direttiva CEE in corso di definizione, ai quali l'Assonime si era liberamente ispirata<sup>173</sup>.

Ad ogni modo, la Consob esercitò per la prima volta la facoltà concessa nel 1982, quando, con delibera 1044 del 4 febbraio, prescrisse all'Alitalia, presieduta da Guido Rossi, la redazione del bilancio consolidato per i conti chiusi al 31 dicembre 1981. A questa, seguirono altre delibere che obbligarono circa 90 società quotate, che presentavano particolari requisiti strutturali, la redazione del consolidato.

Le successive comunicazioni Consob in tema di consolidato contribuirono a sviluppare un corpus di principi validi per la redazione dei conti consolidati.

---

<sup>171</sup> Delibera Consob n. 1079/82

<sup>172</sup> A tal proposito, è opportuno precisare che l'Assonime evidenziava la necessità, altresì, di un allegato esplicativo.

<sup>173</sup> Le disposizioni impartite dall'Assonime lasciavano tuttavia, ampi margini di discrezionalità agli amministratori delle società. Ciò provocò una forte eterogeneità nella redazione dei bilanci con numerose violazioni. A titolo esemplificativo basti ricordare che il gruppo Ferruzzi escludeva dall'area di consolidamento una controllata deficitaria. Rif. MARINIELLO L.S., *Bilancio consolidato. Aspetti economico-giuridici*, Giappichelli editore, Torino, 1999, p. 14.

Tra le più importanti è doveroso menzionare la numero 08205 del 1983 “*bilancio consolidato di gruppo, pubblicazione, allegato esplicativo e relazione*”<sup>174</sup> e la numero 08412 del 1984 “*indicazioni per la redazione del bilancio consolidato di gruppo*”. In particolare, attraverso questo ultimo provvedimento, che può essere considerato quello più importante fino al recepimento della VII direttiva CEE, vennero stabilite una serie di linee guida per la compilazione del consolidato sulla base, rispettivamente, dei bilanci già predisposti dai gruppi, delle disposizioni della VII direttiva CEE, e delle indicazioni dell’Assonime. Grazie a tale comunicazione, infatti, vennero disciplinate in modo uniforme numerose tematiche relative al consolidamento, tra le quali la definizione dell’area di consolidamento, le modalità di redazione, i principi contabili di riferimento, le tecniche di consolidamento, la pubblicità e i documenti da predisporre.

Sostanzialmente, queste furono le regole applicate dalla maggior parte dei gruppi privati italiani nell’arco temporale compreso tra 1984 e il 1994, ovvero fino all’anno di entrata in vigore delle disposizioni del D.Lgs. 127 del 1991, di cui si approfondirà nel prosieguo.

Considerata la situazione esistente nel settore privato in generale, è opportuno precisare che i gruppi rientranti in alcuni specifici settori, come quello dell’editoria e quello finanziario, erano da tempo obbligati alla redazione del documento in oggetto.

Infatti, la legge 416 del 4 agosto 1981, obbligava le società controllanti le imprese editrici di giornali e quotidiani a redigere il bilancio consolidato entro il 31 agosto di ciascun anno prescrivendo il rispetto di alcuni principi di redazione, secondo un modello obbligatorio stabilito con Decreto del

---

<sup>174</sup> Tale comunicazione del 28 giugno 1983 sottolineava la necessità di redigere, per un informativa contabile completa, lo Stato patrimoniale, il Conto economico, un allegato esplicativo nonché una relazione sulla situazione patrimoniale e gestionale del gruppo.

Presidente della repubblica n. 73 del marzo 1983<sup>175</sup>; legge 114 del 17 aprile 1986, invece, imponeva la trasmissione alla Banca d'Italia delle situazioni e dati consolidati alle aziende di credito e agli istituti di credito a medio e lungo termine sottoposti a vigilanza che possedevano, anche grazie a società controllate o fiduciarie, partecipazioni in società o enti, aventi sedi in Italia o all'estero, esercenti attività creditizia e/o finanziaria

---

<sup>175</sup> Tale DPR si basava in particolare sui principi predisposti dall'Assonime.

### ***3. Le fonti del bilancio consolidato***

A livello giuridico, si definisce “fonte del diritto” l’atto o il fatto abilitato dall’ordinamento a produrre norme giuridiche<sup>176</sup>.

Nel nostro Paese, al momento, le fonti del bilancio consolidato sono rappresentate dal D.Lgs. 127 del 1991 e dai Principi Contabili Internazionali IAS/IFRS.

Questi ultimi, invero, non costituiscono una fonte del diritto in senso proprio: tuttavia, nell’ambito del processo di armonizzazione contabile in atto, sono stati “*adottati*” dal legislatore europeo come regolamentazione di riferimento per la redazione dei bilanci di alcuni tipi di società<sup>177</sup>. In particolare, l’art. 4 del Regolamento 1606/2002, approvato dal Parlamento Europeo e dal Consiglio in data 19 luglio 2002, e pubblicato nella Gazzetta Ufficiale delle Comunità Europee in data 11 settembre 2002, ha obbligato, a partire dall’anno 2005, tutte le società quotate appartenenti ad uno Stato membro alla redazione del bilancio consolidato secondo i principi stabiliti dallo IASB (*International Accounting Standard Board*).<sup>178</sup>

---

<sup>176</sup> Rif. BIN R. – PITRUZZELLA G., *Diritto Pubblico*, Giappichelli Editore, Torino, 2002.

<sup>177</sup> Invero, l’applicazione di tali principi soggiace ad un processo di omologazione, tramite il quale la Commissione Europea si pronuncia circa il loro impiego, dopo aver consultato gli Stati membri nell’ACR (*Accounting Regulatory Committee*) e aver ricevuto il parere favorevole dell’EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*). L’attività di omologazione è fondamentale per fornire a tali principi valenza giuridica nel contesto dei Paesi UE.

<sup>178</sup> Lo IASB, costituito nel 2001, ha sostanzialmente rilevato tutte le funzioni che in precedenza erano affidate allo IASC, un organismo privato internazionale costituito nel 1973 da 16 organismi professionali col l’obiettivo di migliorare ed armonizzare pratiche contabili. A tale scopo lo IASC ha emanato una serie di principi contabili denominati IAS (*International Accounting Standard*). Dal 2001, anche tale attività è stata assegnata allo IASB, che emette i principi contabili con la denominazione di IFRS (*International Financial Reporting Standards*).

Per garantire una maggiore flessibilità di adattamento, l'art. 5 dello stesso Regolamento, ha previsto altresì che i legislatori nazionali si pronunciasse in merito all'obbligo di redazione secondo i principi IAS/IFRS:

- del bilancio d'esercizio, per le società vincolate a redigere il consolidato con tali principi;
- del bilancio d'esercizio e di quello consolidato per tutte le altre società.

In Italia, tali preferenze sono state concretizzate attraverso l'emanazione del Decreto Legislativo n. 38 del 2005, che ha complessivamente previsto:<sup>179</sup>

- l'obbligatorietà, a partire dal 2005, della redazione del consolidato in conformità ai principi contabili internazionali rispettivamente per:
  - a. le società quotate;
  - b. le società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico;
  - c. le banche, le società finanziarie capogruppo di gruppi bancari, le società di intermediazione mobiliare, le società di gestione del risparmio, le società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, gli istituti di moneta elettronica;
  - d. le società assicurative;
- la facoltà, sempre a partire dal 2005, della redazione del consolidato secondo i principi IAS/IFRS per tutte le società diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis del codice civile.<sup>180</sup>

---

<sup>179</sup> Tale provvedimento legislativo ha dato attuazione alla legge n. 306 del 31 ottobre 2003 (*legge comunitaria 2003*), la quale delegava il Governo, entro un anno, all'emanazione di uno o più decreti legislativi per l'esercizio della facoltà prevista dal regolamento (CE) n. 1606/2002.

<sup>180</sup> Su tale punto, l'art. 2435-bis del codice civile dispone che «le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti:

Figura 2.2 Soggetti obbligati alla redazione del bilancio consolidato secondo i principi IAS/IFRS.

	<b>Soggetti</b>	<b>Redazione del consolidato secondo i principi IAS/IFRS</b>
a.	Società quotate diverse dalle imprese di assicurazioni	Obbligo dal 2005
b.	Società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico	Obbligo dal 2005
c.	Banche italiane, società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari iscritti nell'albo, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio, società finanziarie iscritte nell'elenco speciale, istituti di moneta elettronica	Obbligo dal 2005
d.	Imprese di assicurazione	Obbligo dal 2005
e.	Società incluse nel bilancio consolidato redatto dalle società precedenti (lettere a-d), diverse da quelle indicate alle lettere precedenti (lettere a-d) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435- bis, cod. civ.)	Facoltà dal 2005
f.	Società che redigono il bilancio consolidato, diverse da quelle indicate alle lettere precedenti (lettere a-e) e diverse da quelle che possono redigere il bilancio in forma abbreviata (art. 2435- bis, cod. civ.) <sup>181</sup>	Facoltà dal 2005

- 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.000.000 euro;  
 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro;  
 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità».

Figura 2.3 – Significato dei parametri limite

<b>Totale dell'attivo dello stato patrimoniale</b>	Somma delle poste attive = A + B + C + D dello Stato patrimoniale
<b>Ricavi delle vendite e delle prestazioni</b>	Voce 1) del Conto economico al netto delle rettifiche
<b>Dipendenti occupati in media</b>	Rapporto di lavoro ex art. 2094 c.c. (dirigenti, quadri, impiegati, operai). Sono esclusi i nuovi istituti di lavoro parasubordinato. La media è ponderata e calcolata su base giornaliera. Per esempio: 45 dipendenti per 100 giorni e 55 dipendenti per 265 giorni determinano una media giornaliera di: $[(45 \times 100 + 55 \times 265)/365] = 52,3$ dipendenti

Fonte: ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, op.cit., p. 64.

<sup>181</sup> È necessario precisare che, la facoltà riservata ai soggetti di cui alle lettere e) ed f) del precedente schema, una volta esercitata non è più revocabile, salvo circostanze eccezionali. Di tali

g.	Società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'art. 2435-bis del codice civile.	escluse
----	---	---------

fonte: ns. elaborazione

Pertanto, grazie al sistema dell'omologazione, i soggetti che, per obbligo o per facoltà, applicano i principi contabili IAS/IFRS, redigono il bilancio consolidato in deroga alla normativa contabile interna. Più precisamente, tali soggetti redigono i propri rendiconti ignorando la regolamentazione stabilita nel decreto legislativo 127 del 1991 ed applicando esclusivamente i principi contabili emanati dallo IASB.

Ad ogni modo è opportuno precisare che rimane comunque valida, anche per le società che redigono il bilancio secondo i principi IAS/IFRS, la normativa civilistica riguardante tutti gli altri adempimenti relativi al bilancio (come adempimenti pubblicitari, governante, controllo, ecc...).

Dal panorama normativo appena esposto, appare subito chiaro che il processo di armonizzazione in atto, ha portato alla coesistenza di due sistemi di riferimento circa la disciplina del bilancio consolidato. In sostanza, alcuni gruppi redigono il proprio consolidato secondo le disposizioni introdotte in Italia dal decreto legislativo n. 127 del 1991, mentre altri secondo quanto stabilito dai principi contabili internazionali.

Considerando che le differenze tra i due sistemi sono numerose e sostanzialmente rilevanti, ne consegue che, attualmente, i bilanci consolidati dei gruppi in Italia, possono non essere confrontabili.

Per ovviare a tale inconveniente anche le disposizioni introdotte con la direttiva VII, che sono già state oggetto di parziale aggiornamento: inoltre

---

circostanze deve altresì essere fornita adeguata informativa nelle Note, specificandone gli effetti sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica del gruppo.

sono previsti ulteriori adeguamenti al fine attenuare le differenza con quanto disposto dai principi contabili internazionale.

#### ***4. La disciplina nazionale***

La disciplina nazionale a cui i gruppi devono far riferimento per la redazione del bilancio consolidato, come introdotto in precedenza, è contenuta nelle disposizioni del decreto legislativo n. 127 del 9 aprile del 1991 e successive modifiche.

Tale provvedimento, entrato in vigore a partite dal 1994, ha dato attuazione infatti, oltre alle quarta direttiva comunitaria in tema di bilancio d'esercizio, anche alla settima del 13 giugno 1983 (83/349/CEE) in materia di conti consolidati.

Su tale ultimo tema il decreto in oggetto evidenzia in particolare i soggetti obbligati alla redazione del consolidato, la struttura e i documenti che lo compongono, i principi alla base della relativa redazione e le operazioni per necessarie per l'effettiva implementazione.

Figura 2.4 Disposizioni legislative in tema di consolidato

<p style="text-align: center;"><b>D.Lgs. 9 aprile 1991, n. 127</b> <b>Attuazione delle direttive n. 78/660/CEE e 83/349/CEE in materia societaria, relative ai conti annuali e consolidati, ai sensi dell'art. 1, comma 1, della legge 26 marzo 1990, n. 69</b></p> <p style="text-align: center;"><b>Capo III - BILANCIO CONSOLIDATO</b></p> <p>Art. 25 – Imprese obbligate a redigere il bilancio consolidato</p> <p>Art. 26 – Imprese controllate</p> <p>Art. 27 – Casi di esonero dell'obbligo di redazione del bilancio consolidato</p> <p>Art. 28 – Casi di esclusione dal consolidamento</p> <p>Art. 29 – Redazione del bilancio consolidato</p> <p>Art. 30 – Data di riferimento del bilancio consolidato</p>
---

Art. 31 – Principi di consolidamento

Art. 32 – Struttura e contenuto dello stato patrimoniale e del conto economico consolidati

Art. 33 – Consolidamento delle partecipazioni

Art. 34 – L’uniformità dei criteri di valutazione

Art. 35 – Scelta dei criteri di valutazione

Art. 36 – Partecipazioni non consolidate

Art. 37 – Consolidamento proporzionale alla partecipazione

Art. 38 – Contenuto della nota integrativa

Art. 39 – Elenchi delle imprese incluse nel bilancio consolidato e delle partecipazioni

Art. 40 – Relazione sulla gestione

Art. 41 – Controllo del bilancio consolidato

Art. 42 – Pubblicazione del bilancio consolidato

Art. 43 – Obblighi delle imprese controllate

#### **Capo IV – DISPOSIZIONI TRANSITORIE E FINALI**

Art. 44 – Enti creditizi e finanziari

Art. 43 – Bilancio d’esercizio

Art. 44 – Bilancio consolidato

fonte: ns. elaborazione

Ad integrare la normativa nazionale in tema consolidato, il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e del Consiglio Nazionale dei Ragionieri, nel marzo 1996, ha inoltre emanato un principio contabile ad hoc “*il bilancio consolidato*”. Tale principio, aggiornato e revisionato da parte dell’Organismo Italiano di Contabilità<sup>182</sup>, è oggi conosciuto come OIC 17.

---

<sup>182</sup> Tale organismo, costituito nel 2002, si occupa principalmente dell’emanazione dei principi contabili per i bilanci per i quali non è prevista l’applicazione degli IAS/IFRS e della valutazione relativa all’applicazione dei principi contabili internazionali in Italia; inoltre, collabora con l’EFRAG e con il legislatore italiano sulle norme in materia contabile.

#### ***4.1. Obbligo di redazione***

Ancora prima di definire i soggetti vincolati, è necessario premettere che per tutte le società italiane, a prescindere dai principi osservati nell'effettiva stesura del bilancio, è esclusivamente la normativa nazionale che definisce la sussistenza dell'eventuale obbligo di redazione del bilancio consolidato.

In tal senso è stato precisato che «per stabilire se una società debba o meno redigere conti consolidati ci si continuerà a basare sul diritto nazionale attuativo della settima direttiva del Consiglio»<sup>183</sup>. Pertanto, in Italia è la disciplina contenuta essenzialmente nel decreto legislativo 127 del 1991 a prescrivere i soggetti obbligati alla redazione del consolidato, indipendentemente dall'eventuale impiego, in fase di stesura, dei Principi contabili internazionali.

Considerato ciò, possiamo procedere alla definizione dei soggetti obbligati alla redazione, su cui l'art. 25 del decreto legislativo 127/91 dispone:

*Le società per azioni, in accomandita per azioni, e a responsabilità limitata che controllano un'impresa debbono redigere il bilancio consolidato secondo i criteri stabiliti dalle disposizioni degli articoli seguenti.*

*Lo stesso obbligo, hanno gli enti di cui all'art. 2201 del codice civile, le società cooperative e le mutue assicuratrici che controllano una società per azioni, in accomandita per azioni o a responsabilità limitata.*<sup>184</sup>

---

<sup>183</sup> In "Osservazioni riguardanti taluni articoli del regolamento (CE) n. 1606/2002 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 luglio 2002, relativo all'applicazione di principi contabili internazionali, della quarta direttiva 78/660/CEE del Consiglio del 25 luglio 1978 relativa ai conti annuali di taluni tipi di società e della settima direttiva 83/349/CEE del Consiglio del 13 giugno 1983 relativa ai conti consolidati", Par. 2.2.2, Bruxelles, novembre 2003.

<sup>184</sup> Su tale aspetto è opportuno ricordare che l'art. 4 della VII direttiva permetteva al legislatore nazionale di limitare anche alle sole società per azioni, in accomandita per azioni e a responsabilità

In aggiunta, il codice civile, nelle disposizioni di attuazione, estende tale coercizione anche alle società in nome collettivo e alle società in accomandita semplice quando, contemporaneamente:

- controllano una o più società di capitali;
- i soci illimitatamente responsabili, rivestono tutti la forma di società per azioni, in accomandita per azioni ovvero società a responsabilità limitata<sup>185</sup>.

Pertanto, riassumendo da quanto evidenziato, nel panorama nazionale, l'obbligo di redazione del bilancio consolidato risulta a carico degli amministratori di:

- società di capitali che controllano una o più imprese a prescindere dalla forma giuridica o nazionalità;
- enti pubblici che hanno per oggetto esclusivo o principale un'attività commerciale e che controllano una o più società di capitale;
- società cooperative e mutue assicuratrici che abbiano il controllo di una o più società di capitali;
- società di persone che controllano una o più società di capitali quando la totalità dei soci illimitatamente responsabili riveste la forma di società di capitali.

Di contro, tale coercizione non si estende alle seguenti organizzazioni:

---

limitata, senza pertanto includere le società cooperative, le mutue assicuratrici e gli enti pubblici economici.

<sup>185</sup> Infatti, l'art. 111-duodecies delle disposizioni di attuazione del codice civili dispone che: «Qualora tutti i loro soci illimitatamente responsabili, di cui all'articolo 2361, comma secondo, del codice siano società per azioni, in accomandita per azioni o società a responsabilità limitata, devono redigere il bilancio secondo le norme previste per le società per azioni; esse devono inoltre redigere e pubblicare il bilancio consolidato come disciplinato dall'articolo 26 del decreto legislativo 9 aprile 1991 n. 127, ed in presenza dei presupposti ivi previsti». Va precisato che la proposta di attuazione della direttiva 51 presentata dall'OIC, ha previsto di integrare tale disposizione nel secondo comma dell'art. 25 del d.lgs. 127/91, in modo da rendere più immediata l'interpretazione dei soggetti obbligati alla redazione dei conti consolidati.

- società di persone (salvo che tutti i soci illimitatamente responsabili siano società di capitale);
- associazioni e fondazioni che esercitano attività d'impresa;
- imprese individuali.

Possono altresì non redigere il bilancio consolidato le imprese:

- alla testa di gruppi di modeste dimensioni;
- nella condizione di controllanti-controllate<sup>186</sup>.

In particolare, nella prima circostanza, il comma 1 dell'art. 27 del citato decreto dispone che *non sono soggette all'obbligo indicato nell'art. 25 le imprese controllanti che, unitamente alle imprese controllate, non abbiano superato, per due esercizi consecutivi, due dei seguenti limiti:*

- a) 17.500.000 euro nel totale degli attivi degli stati patrimoniali;*
- b) 35.000.000 euro nel totale dei ricavi delle vendite e delle prestazioni;*
- c) 250 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.*<sup>187</sup>

Tuttavia, nel caso in cui una società del gruppo abbia emesso titoli quotati in borsa, l'esonero non può essere applicato e la società al vertice dell'aggregazione, anche se di modesta dimensione, deve comunque redigere il consolidato<sup>188</sup>.

---

<sup>186</sup> I principali motivi che giustificano la possibilità di tali esoneri sono rappresentati rispettivamente, nel primo caso da una minore esigenza di tutela dei terzi (in ragione delle contenute dimensioni dell'aggregazione), nel secondo caso dalla disponibilità di informazioni aggregate cui attingere per conoscere la situazione economica-finanziaria del sottogruppo.

<sup>187</sup> L'OIC n. 17 al paragrafo 5.2 precisa che il totale degli attivi degli stati patrimoniali e dei ricavi delle vendite e delle prestazioni deve essere determinato con riferimento ai dati "lordi" risultanti dai bilanci, compreso quello della capogruppo, senza procedere alle eliminazioni richieste dalle tecniche di consolidamento.

<sup>188</sup> È altresì prescritto che le motivazioni alla base dell'esercizio dell'esonero siano adeguatamente motivate all'interno della nota integrativa del bilancio d'esercizio.

Il secondo caso di esonero riguarda le sub-holding nell'ipotesi di partecipazioni a catena. A tal riguardo il comma 3 dell'art. 27 del D.Lgs. 127/91 dispone che non sono obbligate a redigere il bilancio consolidato *le imprese a loro volta controllate quando la controllante sia titolare di oltre il novantacinque per cento delle azioni o quote dell'impresa controllata ovvero, in difetto di tale condizione, quando la redazione del bilancio consolidato non sia richiesta almeno sei mesi prima della fine dell'esercizio da tanti soci che rappresentino almeno il 5% del capitale*. Tale facoltà è comunque subordinata alla presenza delle seguenti condizioni:

- a. che l'impresa controllante, soggetta al diritto di uno Stato membro delle Comunità europee, rediga e sottoponga a controllo il bilancio consolidato secondo il presente decreto ovvero secondo il diritto di altro Stato membro delle Comunità europee;*
- b. che l'impresa controllata non abbia emesso titoli quotati in borsa.*<sup>189</sup>

L'esercizio di tale tipologia di esonero richiede l'indicazione, nella nota integrativa, oltre alle ragioni dell'esenzione, della denominazione e della sede della società controllante che redige il consolidato. In aggiunta, è necessario depositare presso l'ufficio del registro delle imprese del luogo ove è la sede dell'impresa controllata dandone notizia nel Bollettino ufficiale delle società per azioni e a responsabilità limitata, una copia del bilancio, della relazione sulla gestione e di quella dell'organo di controllo, tutti redatti in lingua italiana.<sup>190</sup>

---

<sup>189</sup> Comma 4 dell'art. 27 del d.lgs. 127/91

<sup>190</sup> Ai sensi del Comma 5 dell'art. 27 del d.lgs. 127/91

## 4.2. La composizione del bilancio

L'art. 29 comma 1 del D.Lgs. 127/91 precisa che il bilancio consolidato è composto da tre documenti autonomi, ovvero:

- lo Stato Patrimoniale consolidato;
- il Conto Economico consolidato;
- la Nota Integrativa consolidata.

Inoltre, l'art. 32, comma 1 del medesimo decreto, dispone che *salvi gli adeguamenti necessari, la struttura e il contenuto dello stato patrimoniale e del conto economico consolidati sono quelli prescritti per i bilanci d'esercizio delle imprese incluse nel consolidamento. Se questi sono soggetti a discipline diverse, deve essere adottata quella più idonea a realizzare i fini indicati nel comma 2 dell'art. 2924, dandone motivazione nella nota integrativa.*

Lo Stato patrimoniale consolidato, è basato su uno schema obbligatorio a sezioni contrapposte, in cui le diverse poste contabili vengono esposte secondo un ordine tassativo ed aggregate in funzione di determinati criteri. In linea generale, le poste dell'attivo vengono suddivise in base alla destinazione economica, mentre quelle del passivo in base alla natura<sup>191</sup>.

<b>Attivo</b>	<b>Passivo</b>
A) Crediti v/soci per versamenti ancora dovuti	A) Patrimonio netto <ul style="list-style-type: none"><li>• DEL GRUPPO</li><li>I - Capitale</li><li>II - Riserva da soprapprezzo delle azioni</li><li>III - Riserve di rivalutazione</li></ul>

<sup>191</sup> Per un'esauriva trattazione dei criteri di classificazione dello Stato patrimoniale si consiglia la lettura di MUSAIO A-FABBRINI G., *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, Franco Angeli, Milano, p. 210 e ss.

<p>B) Immobilizzazioni  I – Immateriali  <b>Differenze di consolidamento</b>  II – Materiali  III – finanziarie</p> <p>C) Attivo Circolante  I – Rimanenze  II – Crediti  III – Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni  IV – Disponibilità liquide</p> <p>D) Ratei e Risconti</p>	<p>IV - Riserva legale  V - Riserve statutarie  VI - Riserva per azioni proprie in portafog.  VII - Altre riserve (distintamente indicate)  <b>Riserva di consolidamento</b>  <b>Riserva di traduzione</b>  VIII-Utili (perdite) portati a nuovo  IX-Utile (perdita) dell'esercizio</p> <p>• <b>DEI TERZI</b>  <b>I - Capitale</b>  <b>II – Riserve</b>  <b>III – Utile (perdita) dell'esercizio</b></p> <p>B) Fondi per rischi ed oneri  <b>Fondo consolidamento per rischi e oneri futuri</b></p> <p>C) TFR</p> <p>D) Debiti</p> <p>E) Ratei e Risconti</p>
--	---

Come evidenziato in grassetto nel prospetto di Stato patrimoniale consolidato esposto, i principali adeguamenti di cui all'art. 32, riguardano l'iscrizione, al ricorrere di determinate circostanze, delle seguenti poste di consolidamento:

- *Differenza da consolidamento*<sup>192</sup>, nell'attivo patrimoniale, all'interno delle "Immobilizzazioni immateriali", a seguito della voce "Avviamento" (rappresenta la differenza positiva tra il valore della

<sup>192</sup> d. lgs. 127/91 art. 33 comma 3.

- partecipazione da consolidare e la corrispondente quota-parte di patrimonio netto della società controllata);
- *Fondo di consolidamento per rischi e oneri futuri*<sup>193</sup>, tra i “Fondi per rischi e oneri” (evidenzia la differenza negativa tra il valore della partecipazione da consolidare e la corrispondente quota-parte di patrimonio netto della società controllata nel caso in cui tale differenza sia dovuta ad una previsione di risultati economici sfavorevoli);
  - *Riserva di consolidamento*<sup>194</sup>, all’interno delle voci del “Patrimonio Netto” (simboleggia la differenza negativa tra il valore della partecipazione da consolidare e la corrispondente quota-parte di patrimonio netto della società controllata);
  - *Riserva da differenze di traduzione*<sup>195</sup> (espone la differenza derivante dalla traduzione di bilanci di controllate espressi in valuta estera) tra le voci del “Patrimonio Netto”;
  - *Capitale e riserve di terzi*<sup>196</sup>, all’interno del “Patrimonio Netto” (rappresentativa della quota di patrimonio netto di spettanza dei soci di minoranza);
  - *Utile (perdita) dell’esercizio di pertinenza di terzi*<sup>197</sup>, nella classe del “Patrimonio Netto”.

È altresì disposto, sempre in tema di adeguamenti, che *le voci relative alle rimanenze possono essere raggruppate quando la loro distinta indicazione*

---

<sup>193</sup> d. lgs. 127/91 art. 33 comma 3.

<sup>194</sup> D. Lgs. 127/91 art. 33 comma 2 .

<sup>195</sup> È bene precisare che tale riserva non è richiesta in modo esplicito dalla normativa, ma l’OIC 17 ai paragrafi 7.3 e 8.1 ne richiede l’eventuale iscrizione.

<sup>196</sup> La normativa si limita a disporre che la quota di patrimonio di pertinenza di terzi deve essere iscritta in un’apposita voce dello Stato patrimoniale (art. 32 comma 3). Tuttavia, l’Oic, ritiene che le componenti di capitale, riserve, utili e perdite di spettanza di terzi debbano essere espone in maniera tale da non essere confuse con le rispettive componenti che, invece sono di pertinenza del gruppo.

<sup>197</sup> d.lgs 127/91 art. 32 comma 3.

*comporti costi sproporzionati*<sup>198</sup>. Pertanto, le rimanenze possono non essere presentate analiticamente, come al contrario previsto per il bilancio d'esercizio, quando la determinazione dei dati occorrenti per tale esposizione risultasse particolarmente complessa e dispendiosa.

Il Conto economico consolidato presenta la medesima struttura, a valore e costi della produzione ottenuta (con classificazione dei costi in base alla natura), di quella prevista nell'art. 2425 del Codice Civile, dove le diverse poste reddituali vengono esposte secondo una logica scalare, come evidenziato nel seguente prospetto:

<b>Conto Economico Consolidato</b>	Anno n	Anno n-1
A) Valore della produzione		
B) Costi della produzione		
Differenza tra valore e costi della produzione		
C) Proventi e oneri finanziari		
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie		
E) Proventi e oneri straordinari		
Risultato prima delle imposte		
Imposte sul reddito di esercizio		
Utile (perdita) dell'esercizio		
<b>Utile (perdita) d'esercizio di pertinenza di terzi</b>		
<b>Utile (perdita) d'esercizio di pertinenza del gruppo</b>		

A differenza di quanto osservato per lo Stato patrimoniale consolidato, il prospetto di Conto Economico di un gruppo è del tutto analogo a quello di un bilancio individuale, con l'unica eccezione relativa all'integrazione delle voci "*Utile (perdita) d'esercizio di pertinenza di terzi*" e "*Utile (perdita) d'esercizio*"

---

<sup>198</sup> d.lgs 127/91 art. 32 comma 2.

*di pertinenza del gruppo*”, collocate a seguito della posta “*Utile (perdita) d’esercizio*”.<sup>199</sup>

La Nota integrativa, introdotta per la prima volta nel nostro ordinamento proprio con il decreto legislativo 127/1991, costituisce parte integrante del sistema del bilancio consolidato, quale documento obbligatorio ed autonomo.

La sua principale funzione è, come evidenza altresì l’OIC 17, quella di favorire la comprensione dei dati esposti nei prospetti numerici del bilancio, attraverso analisi descrittive, esplicative e di dettaglio delle voci dello Stato patrimoniale e del Conto economico.

La normativa ne stabilisce un contenuto minimale, prescrivendo che la stessa debba indicare almeno:<sup>200</sup>

- a) *i criteri di valutazioni applicati;*
- b) *i criteri e i tassi applicati nella conversione dei bilanci espressi in moneta non avente corso legale nello Stato;*
- c) *le ragioni delle più significative variazioni intervenute nella consistenza delle voci dell’attivo e del passivo;*
- d) *la composizione delle voci “costi di impianto e ampliamento” e “costi di ricerca, di sviluppo e di pubblicità”;*
- e) *distintamente per ciascuna voce, l’ammontare dei crediti e dei debiti di durata residua superiore a cinque anni, e dei debiti assistiti da garanzie reali su beni di imprese incluse nel consolidamento, con specifica indicazione della natura delle garanzie;*

---

<sup>199</sup> Per approfondimenti si rimanda a MUSAIO A.-FABBRINI G., *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, op.cit., p. 224 e ss.

<sup>200</sup> Art. 38, d.lgs. n. 127/91.

- f) *la composizione delle voci “ratei e risconti” e della voce “altri accantonamenti” dello stato patrimoniale, quando il loro ammontare e` significativo;*
  - g) *l'ammontare degli oneri finanziari imputati nell'esercizio ai valori iscritti nell'attivo dello stato patrimoniale, distintamente per ciascuna voce;*
  - h) *se l'indicazione è utile per valutare la situazione patrimoniale e finanziaria del complesso delle imprese incluse nel bilancio consolidato, l'importo complessivo degli impegni non risultanti dallo stato patrimoniale, specificando quelli relativi a imprese controllate escluse dal consolidamento ai sensi dell'art. 28;*
  - i) *se significativa, la suddivisione dei ricavi delle vendite e delle prestazioni secondo categorie di attività e secondo aree geografiche;*
  - l) *la suddivisione degli interessi e degli altri oneri finanziari tra prestiti obbligazionari, debiti verso banche ed altri;*
  - m) *la composizione delle voci “proventi straordinari” e “oneri straordinari”, quando il loro ammontare è significativo;*
  - n) *il numero medio, suddiviso per categorie, dei dipendenti delle imprese incluse nel consolidamento, con separata indicazione di quello relativo alle imprese incluse ai sensi dell'art. 37;*
  - o) *cumulativamente per ciascuna categoria, l'ammontare dei compensi spettanti agli amministratori e ai sindaci dell'impresa controllante per lo svolgimento di tali funzioni anche in altre imprese incluse nel consolidamento.*
- o.bis) i motivi delle rettifiche di valore e degli accantonamenti eseguiti esclusivamente in applicazione di norme tributarie ed i relativi importi, appositamente evidenziati rispetto all'ammontare*

*complessivo delle rettifiche e degli accantonamenti risultanti dalle apposite voci del conto economico.*

*o. ter) per ciascuna categoria di strumenti finanziari derivati:*

- 1. il loro fair value;*
- 2. informazioni sulla loro entità e sulla loro natura;*

*o. quater) per le immobilizzazioni finanziarie iscritte a un valore superiore al loro fair value, con esclusione delle partecipazioni in società controllate e collegate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile e delle partecipazioni in joint venture:*

- 1. il valore contabile e il fair value delle singole attività, o di appropriati raggruppamenti di tali attività;*
- 2. i motivi per i quali il valore contabile non è stato ridotto, inclusa la natura degli elementi sostanziali sui quali si basa il convincimento che tale valore possa essere recuperato.*

È altresì necessario includere, all'interno della nota integrativa, gli elenchi relativi:

- alle imprese incluse nel consolidamento col metodo integrale ex art. 26;
- alle imprese incluse nel consolidamento col metodo proporzionale ai sensi dell'art. 37;
- alle partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto secondo i commi 1 e 3 dell'art. 36;
- alle altre partecipazioni in imprese controllate e collegate.

L'OIC 17, considerata la complessa mole di informazioni richiesta dalla normativa per tale documento, al paragrafo 17.1, raccomanda una

strutturazione in paragrafi come segue, al fine di renderne più razionale la lettura:

- i criteri generali di redazione e principi di consolidamento;
- i criteri di valutazione;
- i criteri di traduzione dei bilanci in valuta;
- le informazioni di dettaglio:
  - o dello Stato patrimoniale
  - o del Conto economico
- le altre informazioni;
- gli allegati relativi:
  - o agli elenchi imprese incluse ed escluse dal consolidamento;
  - o al rendiconto finanziario consolidato;
  - o al prospetto di raccordo fra bilancio della capogruppo e bilancio consolidato;
  - o al prospetto dei movimenti nei conti di patrimonio netto consolidato.

È necessario puntualizzare che le ultime tre tipologie di allegati non sono esplicitamente richieste dalla legge; tuttavia, l'Organismo Italiano di Contabilità suggerisce una loro esposizione all'interno della Nota integrativa, al fine di migliorare il grado di rappresentatività delle dinamiche economiche patrimoniali e finanziarie del gruppo.

Più precisamente, il rendiconto finanziario consolidato permette di comprendere la dinamica dei flussi finanziari generati dalle operazioni di gestione effettuate dal gruppo aziendale.<sup>201</sup>

---

<sup>201</sup> Per approfondimenti sul tema, si consiglia la lettura di. MECHELLI A., *Il rendiconto finanziario consolidato*, Cedam, Padova, 2008

Il prospetto dei movimenti nel patrimonio netto consolidato consente di illustrare le variazioni subite nell'esercizio dalle quote ideali di capitale netto del gruppo. È da sottolineare che la redazione di tale documento è altresì necessaria, poiché rientrante, secondo quanto indicato dal paragrafo 8.5 dell'OIC 17, tra quanto richiesto dal legislatore con la generica espressione "*variazioni intervenute nella consistenza dell'attivo e del passivo*" (art. 38, comma 1, *lett. c* D.Lgs. 127/91).

Infine, il prospetto di raccordo tra patrimonio netto e risultato d'esercizio della controllante e quello consolidato permette di descrivere con maggiore chiarezza e correttezza la natura e l'ammontare delle differenze fra il bilancio d'esercizio della società capogruppo e quello consolidato<sup>202</sup>. Attraverso tale prospetto si «mira ad illustrare le relazioni di tipo quantitativo che intercorrono tra il reddito e il capitale della controllante e quelli dell'intero gruppo, mediante la ricostruzione dei valori generati dal processo di consolidamento»<sup>203</sup>.

L'art. 40 del d. lgs. 127/91 prevede che il bilancio consolidato deve essere corredato, inoltre, da una relazione degli amministratori sulla situazione complessiva delle imprese in esso incluse e sull'andamento della gestione nel suo insieme e nei vari settori, con particolare riguardo ai costi, ai ricavi ed agli investimenti.

In particolare il comma 2 del citato articolo prescrive un contenuto minimo per tale documento, dal quale devono risultare:

- a. le attività di ricerca e di sviluppo;
- b. i fatti di rilievo avvenuti dopo la data di riferimento del bilancio consolidato;
- c. l'evoluzione prevedibile della gestione;

---

<sup>202</sup> Principio contabile nazionale n. 17, par. 8.4

<sup>203</sup> Cfr. ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, op.cit., p. 138.

- d. il numero e il valore nominale delle azioni o quote dell'impresa controllante possedute da essa o da imprese controllate, anche per il tramite di società fiduciarie o per interposta persona, con l'indicazione della quota di capitale corrispondente;
- d.bis) in relazione all'uso da parte delle imprese incluse nel bilancio consolidato di strumenti finanziari e se rilevanti per la valutazione della situazione patrimoniale e finanziaria e del risultato economico dell'esercizio complessivi:
  - 1) gli obiettivi e le politiche delle imprese in materia di gestione del rischio finanziario, comprese le loro politiche di copertura per ciascuna principale categoria di operazioni previste;
  - 2) l'esposizione delle imprese al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari.

In merito alla necessità di tale prospetto, i Principi contabili nazionali suggeriscono che, sebbene la relazione sulla gestione della capogruppo preveda le medesime informazioni richieste da quella consolidata, è opportuno redigere due documenti distinti, uno per il gruppo nel suo complesso e uno per la controllante, giacché risulta differente l'ambito soggettivo di riferimento.

### ***4.3 Le principali operazioni necessarie la redazione del bilancio consolidato.***

La redazione di un bilancio consolidato rappresenta un processo laborioso, articolato e complesso. In tale procedimento è possibile distinguere almeno quattro fasi fondamentali:

1. la definizione dell'area di consolidamento;
2. le operazioni di pre-consolidamento (ovvero, l'analisi dei bilanci delle singole società);
3. le operazioni di consolidamento (riguardanti in particolare l'eliminazione degli effetti delle operazioni infragruppo e il consolidamento delle partecipazioni);
4. la relazione dei documenti che compongono il bilancio consolidato.

Ciascuna di queste fasi, presenta specifici aspetti caratteristici, che saranno oggetto di analisi nei paragrafi successivi.

#### ***4.3.1. La definizione dell'area di consolidamento***

La prima operazione necessaria per la stesura del bilancio consolidato è la definizione dell'area di consolidamento. In sostanza, gli amministratori della controllante devono individuare i cosiddetti *soggetti passivi*, ovvero le imprese i cui bilanci costituiranno la base per il consolidato<sup>204</sup>. Su tale aspetto occorre

---

<sup>204</sup> Naturalmente, per la definizione completa di tutta l'area di consolidamento, ai bilanci dei soggetti passivi, deve essere integrato il bilancio del soggetto attivo, ovvero della controllante.

precisare che la disciplina nazionale è basata sul concetto di controllo esercitato dal soggetto economico sulle entità appartenenti al gruppo. In particolare, l'art. 26 del D.Lgs. 127/91 dispone che *agli effetti dell'art. 25 sono considerate imprese controllate quelle indicate nei numeri 1) e 2) del primo comma dell'art. 2359 del codice civile.*

*Agli stessi effetti sono in ogni caso considerate controllate:*

- a. le imprese su cui un'altra ha il diritto, in virtù di un contratto o di una clausola statutaria, di esercitare un'influenza dominante, quando la legge applicabile consenta tali contratti o clausole;*
- b. le imprese in cui un'altra, in base ad accordi con altri soci, controlla da sola la maggioranza dei diritti di voto.*

*Ai fini dell'applicazione del comma precedente si considerano anche i diritti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persone interposte; non si considerano quelli spettanti per conto di terzi.*

Da quanto esposto, si rileva che il legislatore nazionale ha configurato un'area di integrazione comprendente i bilanci di tutte le imprese controllate di diritto e di fatto<sup>205</sup>, nonché quelle governate in base ad accordi con altri soci<sup>206</sup> ovvero in virtù di contratti o clausole statutarie<sup>207</sup>.

---

<sup>205</sup> Per approfondimenti su tali tipologie di controllo si rimanda al capitolo 1 paragrafo 5.

<sup>206</sup> In particolare si fa riferimento ai sindacati di voto deliberanti a maggioranza, tramite cui gli adepti si impegnano a votare in base a quanto stabilito dalla maggioranza dei soci che hanno stipulato l'accordo, nonché ai patti di astensione dal voto di alcuni soci che permettono ad una partecipazione di minoranza di dominare l'assemblea.

<sup>207</sup> Sebbene tali vincoli contrattuali siano vietati in Italia, il legislatore ha ritenuto dover prevedere tale condizione considerando che una società italiana possa controllare un'impresa straniera (dove tali clausole potrebbero essere ammesse). In particolare, si ricorda che in Germania sono consentiti i contratti di dominazione.

Tuttavia, la stessa normativa permette, al ricorrere di determinate circostanze, di escludere dall'area di consolidamento alcune controllate<sup>208</sup>. L'art. 28 del citato decreto prevede infatti che *possono essere escluse dal consolidamento le imprese controllate quando:*

- a. la loro inclusione sarebbe irrilevante ai fini indicati nel secondo comma dell'art. 29, sempre che il complesso di tali esclusioni non contrasti con i fini suddetti;*
- b. l'esercizio effettivo dei diritti della controllante è soggetto a gravi e durature restrizioni;*
- c. non è possibile ottenere tempestivamente, o senza spese sproporzionate, le necessarie informazioni;*
- d. le loro azioni o quote sono possedute esclusivamente allo scopo della successiva alienazione.*<sup>209</sup>

In merito al punto *a*), a parere dell'OIC, l'irrilevanza della controllata deve essere valutata sia su parametri quantitativi, intesi non solo in senso assoluto ma anche in relazione allo specifico gruppo in oggetto (totale dell'attivo, patrimonio netto, totale dei ricavi caratteristici), che qualitativi (posizione strategica all'interno dell'aggregazione)<sup>210</sup>.

---

<sup>208</sup> Appare utile ricordare che la normativa vigente fino al 2007, ovvero prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 32/2007 che ha recepito parzialmente la direttiva 51/2003, obbligava le controllanti ad escludere dall'area di consolidamento le controllate con attività eterogenea in grado di provocare effetti distorsivi sull'informazione complessiva del bilancio consolidato. Infatti, il comma 1 dell'art. 28 del d.lgs. 127/91, ora abrogato, disponeva che «*devono essere escluse dal consolidamento le imprese controllate la cui attività abbia caratteri tali che la loro inclusione renderebbe il bilancio consolidato inidoneo a realizzare i fini indicati nel secondo comma dell'art. 29*».

<sup>209</sup> Per approfondimenti si consiglia la lettura di ANDREI P.-AZZALI S.-GAVANA G.-LAI A.-RINALDI L.-SACCON C.-VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, op.cit., p. 54 e ss.; ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, op.cit., p. 78 e ss.; RINALDI L., *L'analisi del bilancio consolidato. Aspetti critici dell'apprezzamento dell'economicità di gruppo tramite la lettura, l'analisi e l'interpretazione del bilancio consolidato*, Giuffrè, Milano, 1999, p. 120 e ss.

<sup>210</sup> Principio 27, par. 5.4

Le durature restrizioni di cui al punto *b*), possono aver luogo principalmente a causa di:

- un assoggettamento della controllata a procedure concorsuali;
- procedimenti di nazionalizzazione o di espropriazione in corso e, per le società operanti all'estero, anche provvedimenti che vietano il rimpatrio di capitali e dividendi;
- rischi di natura politica tali da limitare di fatto il controllo di società operanti all'estero<sup>211</sup>.

I principi contabili, sul tema relativo alla carenza di informazioni su una partecipata, puntualizzano che i casi di esclusione del consolidamento debbano ritenersi estremamente rari potendo eccezionalmente riguardare:

- controllate che per eventi di natura straordinaria non dispongono più delle informazioni contabili ed extracontabili necessarie per il consolidamento;
- controllate residenti all'estero, nella circostanza in cui, per motivi di ordine politico, siano nell'impossibilità di comunicare le necessarie informazioni<sup>212</sup>.

Infine, in merito al punto *d*), l'Organismo Italiano di Contabilità precisa che lo scopo dell'alienazione deve essere immediato e non eventuale, implicando l'iscrizione della partecipazione stessa non tra le immobilizzazioni finanziarie ma nell'attivo circolante.

Ad ogni modo è bene rimarcare che al sussistere dei presupposti sopra citati, l'eventuale esclusione rimane comunque una facoltà che spetta ai redattori del bilancio consolidato nell'ambito dei margini di discrezionalità concessi dal legislatore, il cui esercizio richiede motivate e documentate ragioni.

---

<sup>211</sup> Principio contabile n. 27 par. 5.4

<sup>212</sup> Principio contabile n. 27 par. 5.4

### ***4.3.2 L'analisi dei bilanci delle società***

La fase propedeutica alla formazione del bilancio consolidato prevede l'esame dei singoli bilanci delle imprese rientranti nell'area di aggregazione al fine di verificare l'uniformità e l'omogeneità delle strutture formali e sostanziali. L'eventuale presenza di difformità origina, talvolta, la necessità di realizzare operazioni di rettifica su tali rendiconti. In questa fase l'analisi mira, più precisamente, ad accertare il rispetto delle condizioni per il consolidamento dei bilanci in termini di:

1. uniformità dei periodi amministrativi;
2. omogeneità dei criteri di valutazione;
3. uniformità degli schemi di bilancio;
4. unicità della moneta di conto.

Solo una coerenza di trattamento su tali tematiche da parte di tutte le società del raggruppamento può garantire al consolidato la possibilità di rappresentare in modo chiaro, veritiero e corretto la situazione economico-patrimoniale e finanziaria dell'aggregazione unitaria.

Tuttavia, è bene precisare che nel processo che porta alla stesura del consolidato, la fase di pre-consolidamento non è sempre necessaria, e deve essere attuata esclusivamente in talune circostanze, come nelle ipotesi di acquisizioni recenti di nuove partecipate ovvero in presenza di controllate estere (localizzate in Paesi diversi rispetto a quello della capogruppo). Abitualmente, infatti, la controllante, al fine di semplificare le elaborazioni di pre-consolidamento, impone preventivamente a tutte le società del gruppo, attraverso specifiche direttive, un'omogeneità di comportamento verso tali problematiche, rendendo di fatto superflua siffatta fase.

Ritornando ai principi sopra esposti, quello esposto al punto 1) richiede che i bilanci di tutte le imprese incluse nel consolidamento siano riferiti alla stessa data e presentino un analogo durata. Sul punto, l'art. 30 del D.Lgs 127/91 prevede che la data di consolidamento del bilancio di cui trattasi coincida con quella di chiusura della società controllante, ovvero con quella della maggior parte delle imprese incluse nel consolidamento o delle più importanti di esse. Quando tuttavia, la data del consolidato risulti differente rispetto a quella del bilancio della società madre, è necessario indicare e motivare tale circostanza all'interno della nota integrativa.

Inoltre, la normativa precisa che nel caso in cui la data di chiusura dell'esercizio di un'impresa inclusa nel consolidamento sia diversa rispetto a quella di riferimento del bilancio consolidato, tale società dovrà essere inclusa in base ad un bilancio annuale intermedio, riferito alla data del bilancio consolidato. Tale bilancio, pertanto, risulterà straordinario come data ma ordinario come criteri di valutazione<sup>213</sup>.

Figura 2.5 Data di riferimento del bilancio

<b>Data del bilancio consolidato</b>	<b>Data del bilancio della controllante</b>	<b>Data del bilancio della maggior parte delle controllate</b>
<b>Data del bilancio delle singole società</b>		
<b>Bilancio controllante</b>	Data coincide	Data non coincide → bilancio annuale intermedio
<b>Bilancio controllate</b>	Data coincide Data non coincide → bilancio annuale intermedio	Data coincide Data non coincide → bilancio annuale intermedio

Fonte: PISONI P.- BUSSO D., 2005, p. 95

<sup>213</sup> Cfr. PISONI P.- BUSSO D., *Il bilancio consolidato*, op.cit., p. 94.

L'art. 34 del d. lgs. 127/91 prescrive in tema di conti consolidati che *gli elementi dell'attivo e del passivo devono essere valutati con criteri uniformi. A tale scopo devono essere rettificati i valori di elementi valutati con criteri difformi, a meno che, ai fini indicati nel secondo comma dell'art. 29, la difformità consenta una migliore rappresentazione o sia irrilevante.* Tale disposizione trae origine dalla constatazione che, i criteri di valutazione impiegati dalle singole società per la valutazione delle poste di bilancio, pur essendo corretti, possono non coincidere<sup>214</sup>: pertanto, al fine di evitare aggregazioni non coerenti, si rende necessaria un'armonizzazione verso principi contabili comuni. In tal senso, l'art. 35 del citato decreto prevede che i criteri di valutazione siano quelli utilizzati nel bilancio d'esercizio dell'impresa che redige il bilancio consolidato. Possono tuttavia essere impiegati, fornendo adeguata motivazione nella Nota integrativa, altri criteri purché ammessi dalle disposizioni civilistiche<sup>215</sup>.

Dal punto di vista formale risulta altresì indispensabile un elevato grado di omogeneità: in particolare, è fondamentale la coincidenza tra la struttura e il contenuto del consolidato con quelli relativi ai bilanci d'esercizio delle società incluse nel consolidamento. Su tale aspetto, il comma 1 dell'art. 32 del D.Lgs 127/91 dispone che *salvi gli adeguamenti necessari, la struttura e il contenuto dello stato patrimoniale e del conto economico consolidati sono quelli prescritti per i bilanci di esercizio delle imprese incluse nel consolidamento. Se questi sono soggetti a discipline diverse, deve essere adottata quella più idonea a realizzare i fini indicati nel comma 2 dell'art. 29, dandone motivazione nella nota integrativa.* Per soddisfare il requisito dell'uniformità formale, normalmente, le controllanti tendono ad armonizzare le rilevazioni

---

<sup>214</sup> In alcuni casi, infatti, è lo stesso codice civile che permette l'utilizzo di criteri alternativi. Ad esempio le rimanenze possono essere valutate a Lifo, al Fifo, o al costo medio ponderato, con risultati a volte molto differenti.

<sup>215</sup> In particolare dagli artt. 2423 e ss.

contabili attraverso l'utilizzo, per tutte le società del gruppo, di un unico piano dei conti.

Un'ulteriore problematica che i gruppi, specie quelli multinazionali con società localizzate in Paesi fuori dalla zona Euro, devono fronteggiare è quella relativa alla traduzione dei valori di bilancio espressi in una moneta differente, al fine di garantire l'uniformità della moneta di conto. Tale questione si sostanzia nella determinazione del tasso di traduzione più appropriato da impiegare per la conversione, nonché nella definizione della modalità di contabilizzazione delle differenze derivanti dal processo di traduzione.

Sull'argomento in oggetto, la normativa italiana appare piuttosto vaga, limitandosi a prescrivere la redazione del bilancio in Euro<sup>216</sup> e l'indicazione, in nota ingrativa, dei criteri seguiti per la conversione e dei tassi considerati<sup>217</sup>.

Tuttavia, la dottrina, ha elaborato tre tecniche principali di traduzione:

- il metodo del *cambio di chiusura (o corrente)*, tramite cui per tutte le attività e passività dei singoli bilanci espressi in moneta estera si impiega il rapporto di cambio in essere al momento della redazione del consolidato;
- il metodo a valori *current/non current*, mediante il quale viene impiegato il cambio di chiusura alle attività e alle passività a breve termine, mentre quello storico alle poste a medio-lungo termine;
- il metodo *monetary/non monetary*, attraverso cui si adotta il cambio di chiusura per le voci che riguardano valori numerari, e quello storico per le poste non numerarie.

---

<sup>216</sup> Art. 29 del D. lgs 127/91

<sup>217</sup> In tal senso, l'art. 38 comma 1 punto b) del d. lgs 127/91 prescrive che « *la nota integrativa deve indicare, oltre a quanto stabilito da altre disposizioni del presente decreto, i criteri e i tassi applicati nella conversione dei bilanci espressi in moneta non avente corso legale nello Stato.*»

Per dirimere la questione circa il tasso da utilizzare per la traduzione dei bilanci, un valido e corretto orientamento viene offerto dai Principi contabili nazionali, i quali prescrivono l'adozione del metodo del cambio corrente in chiusura di esercizio<sup>218</sup>. In particolare, il documento n. 17 al paragrafo 7.3 precisa che: *la traduzione di un bilancio espresso in valuta estera, ai fini della redazione del bilancio consolidato, avviene attraverso:*

- *la traduzione delle attività, delle passività e delle voci di Patrimonio Netto al cambio a pronti alla data di bilancio;*
- *la traduzione delle poste di conto economico al cambio in essere alla data di ogni operazione, oppure, per motivi di ordine pratico, al cambio medio del periodo;*
- *la rilevazione nella "Riserva da differenze di traduzione" dell'effetto netto della traduzione in moneta di conto.*

Sintetizzando, l'Organismo Italiano di Contabilità sollecita a convertire le attività, le passività e le voci del netto in base al cambio in essere alla data di chiusura del bilancio, mentre i componenti del Conto economico in base al cambio corrente alla data dell'operazione ovvero al cambio medio di periodo (soprattutto se ponderato in relazione al volume di operazioni effettuate nel corso del periodo stesso).

#### ***4.3.3. Le operazioni di consolidamento***

Una volta definite le operazioni di pre-consolidamento di cui al precedente paragrafo, i bilanci delle diverse società rientranti nel perimetro del gruppo risultano predisposti per la fase successiva, ovvero quella del consolidamento.

---

<sup>218</sup> Va segnalato che la precedente versione del Principio contabile 17 emanata nel 1996, oltre al metodo indicato, prevedeva la possibilità di utilizzare il metodo temporale per quelle imprese estere integrate e complementari al gruppo.

Appare subito opportuno sottolineare che, tale procedimento, a differenza delle operazioni relative alle analisi di bilancio, deve essere sempre posto in essere in quanto indispensabile per la corretta aggregazione dei rendiconti individuali.

Attraverso questo procedimento, infatti, i bilanci delle imprese vengono aggregati e rettificati per quei valori che non interessano prettamente l'entità gruppo.

In particolare, possiamo suddividere tale processo in due macrofasi:

- l'eliminazione degli effetti delle operazioni infragruppo;
- il consolidamento delle partecipazioni.

#### ***4.3.3.1. L'eliminazione degli effetti delle operazioni infragruppo***

A livello normativo, l'art. 31 del decreto 127 del 1991 prescrive che gli elementi dell'attivo e del passivo, nonché i proventi e gli oneri delle imprese da consolidare devono essere compresi nel bilancio di gruppo per il loro importo integrale.

La logica del bilancio consolidato, che mira ad evidenziare esclusivamente le operazioni che il raggruppamento costituito attua con i soggetti esterni, implica l'indispensabile eliminazione degli effetti delle operazioni realizzate tra le società appartenenti al gruppo. In tal senso il comma 2 del citato articolo

prescrive che devono essere eliminati i crediti e i debiti reciproci, i proventi e gli oneri relativi a compravendite effettuate fra le imprese del gruppo, nonché gli utili e le perdite conseguenti ad operazioni effettuate all'interno dell'aggregazione relative a valori compresi nel patrimonio, diversi rispetto ai lavori in corso su ordinazione di terzi.

La doverosa eliminazione di tali operazioni deriva dalla constatazione che esse di fatto, rappresentano transazioni "non rilevanti" nell'ottica complessiva in quanto, non coinvolgendo soggetti terzi, costituiscono un mero trasferimento di risorse all'interno del raggruppamento.

Gli interventi in oggetto possono essere suddivisi in due categorie:

- quelli relativi ad eliminazioni di saldi reciproci che hanno effetti sulle poste attive e passive dello Stato patrimoniale o sui componenti del Conto economico ma non generano variazioni complessive sul risultato economico e sul patrimonio netto consolidato;
- quelli relativi ad eliminazioni che hanno effetto sul risultato economico e sul patrimonio netto consolidato<sup>219</sup>.

Nel primo raggruppamento rientrano le operazioni relative alle eliminazioni di crediti, debiti, proventi ed oneri originati tra le società del gruppo. Da un lato, infatti, l'elisione dei crediti e dei debiti reciproci, sia commerciali che finanziari, permette di evitare l'accrescimento fittizio dei valori del

---

<sup>219</sup> Per approfondimenti si consiglia la lettura di SARCONE S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 160 e ss.; MARCHI L.-ZAVANI M., *Economia dei gruppi e bilancio consolidato. Una interpretazione degli andamenti economici e finanziari*, op.cit., p. 137 ss; SORCI C.-FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 289 e ss; ANDREI P.-AZZALI S.-GAVANA G.-LAI A.-RINALDI L.-SACCON C.-VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, op.cit., p. 139 e ss.; MONTRONE A., *Il bilancio consolidato. Evoluzione normativa e metodologie di redazione*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 126 e ss; PISONI P.- BUSSO D., *Il bilancio consolidato*, op.cit., p. 197 e ss.; ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, op.cit., p. 196 e ss.

consolidato, considerato che tali poste non incidono sulla posizione finanziaria globale del raggruppamento nei confronti di terzi<sup>220</sup>. Dall'altro, l'eliminazione dei proventi e degli oneri infragruppo che si compensano tra loro, consente di prevenire una variazione artificiosa del reddito d'esercizio e del capitale del gruppo.

Nella seconda categoria, invece, rientrano quelle operazioni che incidono sul reddito e sul patrimonio dell'aggregazione, tra cui:

- le vendite infragruppo che originano utili o perdite su merci o prodotti;
- i trasferimenti di cespiti tra le società del gruppo che generano utili o perdite;
- i dividendi.

Le vendite generano utili interni quando, nell'esercizio in cui si verifica una transazione tra le imprese del gruppo ad un prezzo superiore rispetto al costo di produzione, i relativi beni, al termine dello stesso esercizio, risultano ancora tra le scorte di magazzino della società acquirente<sup>221</sup>. In questo caso, l'elisione dei costi e dei ricavi reciproci non è evidentemente per rimuovere tutti gli effetti relativi alla transazione interna, in quanto è indispensabile rettificare anche l'utile interno inglobato nel valore delle rimanenze, poiché trattasi di un componente non realizzato dal gruppo visto nella sua unitarietà<sup>222</sup>.

---

<sup>220</sup> È bene precisare che la stessa elisione deve essere effettuata per l'intero ammontare dei crediti e debiti, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione della controllante nelle controllate.

<sup>221</sup> In sostanza, si è in presenza di margini di cicli produttivi del gruppo non conclusi a fine esercizio.

<sup>222</sup> In tal senso i principi contabili prescrivono che *gli utili e le perdite conseguenti a operazioni effettuate tra le imprese incluse nel consolidamento e relative a valori compresi nel patrimonio, diversi da lavori in corso su ordinazione di terzi, come le vendite di rimanenze, immobilizzazioni materiali e immateriali o altre attività (incluso l'avviamento), devono essere eliminati. Poiché il bilancio consolidato è la rappresentazione patrimoniale-finanziaria ed economica di un'unica entità, esso deve essere depurato degli utili e delle perdite conseguiti dalla consociata che ha venduto e che sono ancora inclusi tra le attività della consociata che ha acquistato. In altri*

Ad ogni modo, la normativa permette di non eliminare tali margini interni, evidenziando l'applicazione di tale deroga in nota integrativa, nelle ipotesi in cui le transazioni soddisfino le seguenti condizioni:

- sono state concluse a normali condizioni di mercato;
- fanno riferimento ad operazioni correnti dell'impresa;
- l'eliminazione deve comportare il sostenimento di costi sproporzionati rispetto ai costi globali del consolidamento<sup>223</sup>.

Anche il trasferimento delle immobilizzazioni all'interno di gruppo è in grado di generare una forma di utile o perdita interna: più precisamente, quando il prezzo di vendita è maggiore rispetto al valore contabile si genera una plusvalenza, mentre nella situazione opposta si origina una minusvalenza. Poiché tali elementi risultano realizzati all'interno di un'operazione infragruppo, i cui effetti non devono rientrare all'interno del consolidato, si deve procedere alla relativa eliminazione.

Infine, l'ultima rettifica da porre in essere affinché il consolidato non integri valori non conformi, è quella relativa ai dividendi distribuiti dalle partecipate verso la controllante. È palese constatare che, in un'ottica complessiva, la

---

*termini, il risultato economico conseguito dal gruppo deve essere quello generato dall'attività del gruppo nei confronti dei terzi e non quello che le singole società hanno realizzato operando tra di loro. Quindi, se una partecipata ha venduto dei prodotti alla partecipante, realizzando un utile, e questi prodotti sono ancora presenti, in tutto o in parte, nelle rimanenze finali della partecipante, l'utile sulla vendita, dal punto di vista del gruppo, non si è realizzato e perciò deve essere eliminato mediante riduzione del valore dell'attivo della partecipante e dell'utile realizzato dalla partecipata. L'utile che viene eliminato è generalmente l'utile lordo. Il medesimo trattamento si applica al trasferimento di altri beni, come per esempio la vendita di immobilizzazioni materiali tra società del gruppo. Principio contabile n. 17, par. 11.2.*

<sup>223</sup> Art. 31 comma 3 d.lgs. 127/91. Su tale punto i principi contabili sottolineano che la normativa non definisce il significato dell'espressione "costi sproporzionati"; si ritiene che l'applicazione della stessa vada circoscritta il più possibile, anche perché non sono immaginabili molti casi in cui la procedura di eliminazione dei profitti infragruppo possa determinare costi sproporzionati per il consolidato. Potrebbe, in taluni casi, rientrare nella fattispecie prevista dalla legge il caso del profitto incluso tra le rimanenze di materiali ausiliari di produzione o di consumo di provenienza da un'altra società del gruppo. Principio contabile n. 17, par. 11.2 lettera f. iii

posta in oggetto non rappresenta né un ricavo per la società madre e neppure un onere per la partecipata. Pertanto, al fine di evitarne una doppia contabilizzazione, una prima volta come quota di pertinenza del risultato d'esercizio della partecipata, e una seconda come dividendi, è necessario procedere alla loro eliminazione. È bene precisare che, all'elisione di tale posta dal Conto economico consolidato, dovrà corrispondere altresì l'eliminazione della relativa diminuzione di patrimonio netto nel consolidato all'atto della corrisponsione del dividendo medesimo<sup>224</sup>.

#### ***4.3.3.2. Il consolidamento delle partecipazioni***

Il consolidamento delle partecipazioni rappresenta la fase più importante e delicata di tutto il processo di redazione del consolidato.

Attraverso tale procedimento alcune partecipazioni iscritte nel bilancio della capogruppo, vengono eliminate (e sostituite, nel consolidato, dagli elementi attivi e passivi della controllata) contro il valore della corrispondente frazione di patrimonio netto della partecipata, mentre altre vengono mantenute ugualmente nel bilancio di gruppo con una valutazione talvolta differente.

Infatti, la normativa nazionale, pur focalizzandosi sulla tecnica integrale, prescrive l'utilizzo di altri metodi di consolidamento in funzione del ruolo

---

<sup>224</sup> «In sostanza, con la rettifica in discorso si ottiene lo scopo di evitare che il risultato delle società partecipate possa incidere due volte, per la parte distribuita, sul risultato di gruppo: in un esercizio per competenza, in quello successivo per cassa». MARCHI L.- ZAVANI M., *Economia dei gruppi e bilancio consolidato. Una interpretazione degli andamenti economici e finanziari*, op.cit., p. 153.

rivestito dalla partecipata all'interno dell'aggregazione<sup>225</sup>. Per approfondire tale argomento in modo schematico, è opportuno classificare le imprese orbitanti attorno al gruppo in differenti categorie:

<sup>225</sup> I differenti metodi di consolidamento rispondono sostanzialmente alle diverse teorie presenti circa i gruppi. Nello specifico, ne possiamo distinguere quattro:

- la teoria dell'entità (*entity theory*);
- la teoria della proprietà (*proprietary theory*);
- la teoria della capogruppo (*parent company theory*);
- la teoria modificata della capogruppo.

Le principali differenze tra tali modelli sono riassunti nella seguente tabella.

Figura 2.6 Le teorie sui gruppi aziendali

Aspetto	Modello dell'entità	Modello della proprietà	Modello della capogruppo	Modello modificato della capogruppo
<b>Area di consolidamento</b>	Si estende alle imprese su cui si esercita il potere di governo	Si estende alle imprese in cui si detengono i diritti proprietari di maggioranza. Non assume rilievo a tali fini l'esercizio del potere di governo	Si estende alle imprese su cui si esercita il potere di governo	Si estende alle imprese su cui si esercita il potere di governo
<b>Metodo di consolidamento</b>	Integrale	Proporzionale	Integrale	Integrale
<b>Trattamento delle attività e delle passività delle controllate</b>	Inclusione integrale	Inclusione in misura proporzionale ai diritti proprietari detenuti	Inclusione integrale	Inclusione integrale
<b>Trattamento dei componenti positivi e negativi di reddito delle controllate</b>	Inclusione integrale	Inclusione in misura proporzionale ai diritti proprietari detenuti	Inclusione integrale	Inclusione integrale
<b>Procedimento di eliminazione dei margini infragruppo</b>	Eliminazione integrale	Eliminazione della sola parte pertinente i diritti proprietari del gruppo	Eliminazione integrale dei margini conseguiti dalla capogruppo. Eliminazione in proporzione ai diritti proprietari, dei margini conseguiti dalle controllate	Eliminazione integrale dei margini conseguiti dalla capogruppo. Eliminazione in proporzione ai diritti proprietari, dei margini conseguiti dalle controllate
<b>Trattamento delle differenze di consolidamento</b>	Computo integrale	Computo delle differenze per la sola porzione corrispondente ai diritti proprietari della maggioranza	Computo delle differenze per la sola porzione corrispondente ai diritti proprietari della maggioranza	Computo integrale delle rivalutazioni e delle svalutazioni di attività e passività. Computo delle differenze residue per la sola porzione corrispondente ai diritti proprietari della maggioranza

1. società controllate ed incluse nell'area di consolidamento;
2. società controllate dalla capogruppo ma escluse dall'area di consolidamento;
3. società collegate;
4. società controllate congiuntamente con altri soci, in base ad accordi con essi;
5. società non controllate né collegate.

In sintesi, l'ordinamento nazionale dispone che le partecipazioni in controllate incluse nel perimetro di consolidamento devono essere consolidate mediante la metodologia integrale, quelle in società collegate devono essere valutate in base al metodo del patrimonio netto<sup>226</sup>; è altresì previsto per le partecipazioni in società controllate congiuntamente l'adozione del metodo proporzionale<sup>227</sup>, e per quelle in imprese né controllate né collegate l'utilizzo del criterio del costo.

Per le società controllate dalla capogruppo ma escluse dall'area di consolidamento la novellata normativa non disciplina uno specifico trattamento<sup>228</sup>. Tuttavia i Principi contabili nazionali, al par. 9.7.a.ii, precisano che *le partecipazioni escluse dal consolidamento*:

<b>Esposizione degli interessi minoranza</b>	Inclusi nel capitale netto globale	Assente	Inclusi tra le passività	Inclusi tra le passività
--	------------------------------------	---------	--------------------------	--------------------------

Fonte: ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, op.cit., p. 35.

<sup>226</sup> Ex art. 36 del d. lgs 127/91. Tale metodo rientra tra le metodologie di consolidamento sintetiche, perché a differenza del metodo integrale che considera tutti gli elementi patrimoniali, produce effetti solo su tre voci, ovvero partecipazioni, patrimonio netto e risultato d'esercizio. Inoltre, va precisato che ai sensi del comma 2 dell'art. 36, quando l'entità della partecipazione è irrilevante ai fini indicati nel secondo comma dell'art. 29, può non essere applicato il criterio del patrimonio netto.

<sup>227</sup> Ex art. 37 del d. lgs. 127/91. Tuttavia, le partecipazioni soggette a controllo congiunto che non siano consolidate con il metodo del consolidamento proporzionale devono essere consolidate con il metodo del patrimonio netto.

<sup>228</sup> Modificata dall'art. 3 del d.lgs., n. 32 del 2 febbraio 2007, in attuazione della direttiva 51 del 2003.

- per gravi e durature restrizioni nell'esercizio dei diritti della capogruppo debbono essere valutate secondo il metodo del costo, che comporta, ove necessario, la svalutazione per perdite durevoli di valore;
- per impossibilità di ottenere le informazioni necessarie alla loro inclusione nel consolidato con il metodo del consolidamento integrale debbono essere valutate secondo il metodo del patrimonio netto, ogniquale volta le informazioni sufficienti per l'applicazione di tale metodo siano comunque ottenibili;
- perché detenute allo specifico scopo della loro successiva alienazione, debbono essere valutate al valore minore tra quello determinato in base al metodo del costo (ovvero il loro valore di carico contabile nell'ipotesi che esse fossero state valutate, in quanto applicabile, con il metodo del patrimonio netto) e il valore netto che si presume verrà realizzato dalla loro alienazione.

Figura 2.7 Metodi di consolidamento previsti dall'ordinamento nazionale

<b>Tipologia di società</b>	<b>Metodo di consolidamento</b>
Società controllate ed incluse nell'area di consolidamento	Integrale
Società controllate dalla capogruppo ma escluse dall'area di consolidamento	Nessuna disposizione normativa. Tuttavia, l'OIC precisa le modalità di trattamento in funzione della causa che ne ha determinato l'esclusione
Società collegate	Sintetico (metodo del patrimonio netto)
Società controllate congiuntamente con altri soci, in base ad accordi con essi	Proporzionale
Società non controllata né collegate	Metodo del costo

Fonte ns. elaborazione

Premesso come la legislazione nazionale prescrive di trattare le partecipazioni, è opportuno indagare meglio le relative tecniche al fine di comprenderne le dinamiche.

Il metodo integrale poggia sull'assunto in base a cui il consolidato deve rappresentare la situazione economica, patrimoniale e finanziaria di quella particolare unitaria entità economica che è il gruppo, evidenziandone un patrimonio e un reddito, senza distinzione alcuna delle interessenze di terzi in termini economici e patrimoniali.<sup>229</sup>

A livello operativo, l'adozione di tale metodologia per il consolidamento delle partecipazioni, comporta:

- da un lato, l'eliminazione dal bilancio della controllante della voce *partecipazioni* relativa alle partecipate trattate con tale metodo;
- dall'altro, l'annullamento del patrimonio netto delle controllate nei rispettivi bilanci.

Successivamente si procede alla iscrizione nel consolidato della sommatoria orizzontale di ciascuna posta di bilancio tra quelle delle società partecipate e quelle della controllante, indipendentemente dalla percentuale di interessenza detenuta da quest'ultima: così facendo si introduce, nel bilancio di gruppo, l'intero capitale netto contabile delle società affiliate<sup>230</sup>. Naturalmente, nel caso in cui le partecipazioni di controllo non dovessero essere totalitarie, è indispensabile considerare, ed evidenziare analiticamente, anche gli interessi degli azionisti di minoranza delle società controllate. In particolare, gli ultimi commi dell'art. 32 del citato decreto dispongono che *l'importo del capitale e delle riserve delle imprese controllate corrispondente a partecipazioni di terzi*

---

<sup>229</sup> Cfr. Principio contabile nazionale n. 17, par. 4.2.

<sup>230</sup> Cfr. SARCONE S., *I gruppi aziendali*, op.cit., p. 209.

*è iscritto in una voce del patrimonio netto denominata “capitale e riserve di terzi”.*

*La parte del risultato economico consolidato corrispondente a partecipazioni di terzi è iscritta in una voce denominata “utile (perdita) dell'esercizio di pertinenza di terzi”.*

Nell'ipotesi in cui il valore assegnato alle partecipazioni nel bilancio della società controllante non coincida con la somma algebrica dei valori relativi alle attività e alle passività delle imprese affiliate si determina una differenza di consolidamento, di cui deve essere individuata la natura al fine di una corretta rappresentazione nel consolidato.

Tale differenza risulta positiva quando il valore contabile della partecipazione nel bilancio della partecipante è superiore rispetto a quello della corrispondente frazione del patrimonio netto contabile nel bilancio della partecipata. Siffatta circostanza può dipendere, in particolare, da:

- una sottovalutazione delle attività nel bilancio della partecipata;
- una sopravvalutazione delle passività nel bilancio della partecipata;
- un maggior valore pagato dalla partecipante in sede di acquisto della partecipazione.

La normativa disciplina un differente trattamento di simili differenze proprio in ragione della motivazione alla base della rispettiva origine. In particolare, l'art. 33 del citato decreto<sup>231</sup> prescrive che l'imputazione della differenza

---

<sup>231</sup> In particolare, la norma in oggetto dispone che «l'eliminazione prescritta dell'art. 31, comma 2, lettera a), è attuata sulla base dei valori contabili riferiti alla data in cui l'impresa è inclusa per la prima volta nel consolidamento.

*Se l'eliminazione determina una differenza, questa è imputata nel bilancio consolidato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle imprese incluse nel consolidamento.*

*L'eventuale residuo, se negativo, è iscritto in una voce del patrimonio netto denominata “riserva di consolidamento”, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce denominata “fondo di consolidamento per rischi ed oneri futuri”; se positivo, è iscritto in una voce dell'attivo denominata “differenza da consolidamento” o è portato esplicitamente in detrazione della riserva da consolidamento fino a concorrenza della medesima. L'importo iscritto nell'attivo è ammortizzato nel periodo previsto dall'art. 2426, n. 6, del codice civile.*

positiva deve essere effettuata, ove possibile, verso gli elementi dell'attivo o del passivo della controllata, in funzione della causa economica che ne ha determinato la genesi. Inoltre, la stessa norma dispone che laddove risulti presente un eventuale residuo, deve essere iscritto in un voce denominata “*differenza di consolidamento*”<sup>232</sup> ovvero, deve essere portato in esplicita detrazione della “*riserva di consolidamento*” fino a concorrenza della stessa.

I Principi contabili nazionali precisano che l'utilizzo da parte del Legislatore dell'espressione “*differenza da consolidamento*” in luogo di un generico “*avviamento*”, non rappresenta una scelta casuale, e nonostante venga prescritto un identico criterio di ammortamento (ovvero quello risultante dall'art. 2426, n. 6, del codice civile), ha il chiaro obiettivo di distinguere nettamente il *goodwill* già iscritto nei bilanci d'esercizio delle imprese che vengono consolidate da quello che emerge in sede di consolidamento. Inoltre, lo stesso OIC precisa che, il trattamento dell'eventuale residuo positivo deve essere effettuato secondo una precisa logica, e non in modo arbitrario, come apparentemente potrebbe sembrare dalla lettura della norma: più precisamente, quando l'eccedenza rappresenta un effettivo maggior valore della partecipata recuperabile tramite i redditi futuri dalla stessa generati, essa deve essere iscritta nella voce dell'attivo “*Differenza da consolidamento*”, mentre quando non corrisponde a un tale reale maggior valore, poichè relativa ad un “cattivo affare”<sup>233</sup>, ovvero a decisioni non direttamente correlabili con l'andamento

---

*Le voci indicate nel precedente comma, i criteri utilizzati per la loro determinazione e le variazioni significative rispetto al bilancio consolidato dell'esercizio precedente devono essere adeguatamente illustrati nella nota integrativa»*

<sup>232</sup> In questo caso, infatti, tale differenza viene considerata alla stregua di un avviamento pagato dalla partecipante al momento di acquisto della partecipazione in virtù della capacità dell'impresa di generare maggiori rendimenti futuri rispetto alla media.

<sup>233</sup> È stato osservato che «in teoria, il redattore del bilancio consolidato non dovrebbe mai riscontrare una differenza positiva di consolidamento dovuta a un cattivo affare, perché in questa eventualità la partecipazione dovrebbe essere già stata oggetto di svalutazione nel bilancio di esercizio della partecipante». ANDREI P.-AZZALI S.-GAVANA G.-LAI A.-RINALDI L.-SACCON C.-VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, op.cit., p. 204.

economico della partecipata (come ad esempio l'eliminazione di un concorrente dal mercato), essa deve essere iscritta in detrazione della “*Riserva di consolidamento*” oppure addebitata al Conto economico consolidato<sup>234</sup>.

Figura 2.8 Destinazione della differenza positiva di consolidamento secondo la normativa nazionale

<b>Causa</b>	<b>Destinazione contabile</b>
sottovalutazione contabile delle attività o sopravvalutazione della passività	imputazione ai singoli elementi attivi o passivi
esistenza di un valore di avviamento	attribuzione ad una voce apposita dell'attivo consolidato
maggior valore riconosciuto all'azienda a causa di specifiche finalità economico-gestionali	attribuzione ad una voce apposita dell'attivo consolidato
errata sopravvalutazione dell'azienda (“ <i>cattivo affare</i> ”)	perdita a Conto Economico o a riduzione della Riserva di consolidamento

Fonte ns. elaborazione

Una *differenza negativa* si determina, al contrario, quando il valore contabile della partecipazione nel bilancio della partecipante risulta inferiore rispetto a quello della corrispondente frazione di patrimonio netto della partecipata. In particolare, ciò può essere discendere da:

- una sopravvalutazione delle attività nel bilancio della partecipata;
- una sottovalutazione delle passività nel bilancio della controllata;
- condizioni di negoziazione favorevoli;
- una presenza di avviamento negativo.

<sup>234</sup> Principio contabile nazionale n. 17, par. 10.4 a) i).

Anche in questa circostanza la normativa dispone un differente trattamento della differenza in oggetto in funzione della causa economica alla base della sua formazione. Più precisamente, nei prime due casi è necessario rispettivamente, ridurre l'importo contabile delle attività in proporzione al loro valore corrente, ovvero incrementare le passività sottostimate in bilancio. L'eventuale residuo (ovvero l'intero importo della differenza nel caso in cui non dipenda da una diversa valutazione di bilancio), deve essere iscritto in una voce del patrimonio netto denominata "*riserva di consolidamento*"<sup>235</sup>; tuttavia, nel caso in cui tale differenza dipenda dalla previsione di risultati economici sfavorevoli, deve essere imputata ad un "*fondo consolidamento per rischi ed oneri*", da impiegare negli esercizi successivi per fronteggiare le perdite che si sosterranno<sup>236</sup>.

Figura 2.9 Destinazione della differenza negativa di consolidamento secondo la normativa nazionale

<b>Causa</b>	<b>destinazione contabile</b>
sopravalutazione contabile delle attività o sottovalutazione della passività	imputazione ai singoli elementi attivi o passivi
esistenza di un avviamento negativo	attribuzione ad una voce apposita di fondo rischi per perdite future
errata sottovalutazione dell'azienda (" <i>buon affare</i> ")	attribuzione al patrimonio netto consolidamento

Fonte ns. elaborazione

Il metodo del patrimonio netto, utilizzato per le interessenze riferite ad imprese collegate, rappresenta una metodologia sintetica consistente nello iscrivere la partecipazione nel bilancio consolidato ad un valore pari alla corrispondente

<sup>235</sup> Tale soluzione deve essere attuata quando si accerti la presenza di un buon affare derivante dalle condizioni soggettive di negoziazione al fine di rendere palese il maggior valore occultato da un prezzo d'acquisto inferiore al valore contabile.

<sup>236</sup> Va precisato che nel caso in cui le originarie previsioni di perdita non si verificano, il fondo consolidamento per rischi e oneri dovrà essere riaccreditato in modo sistematico al risultato economico degli esercizi in cui erano preventivate le perdite.

frazione di patrimonio netto della partecipata, tenuto conto delle rettifiche di consolidamento<sup>237</sup>.

Più precisamente, l'impiego di tale metodo non comporta l'eliminazione, nel consolidato, della partecipazione e la contemporanea esposizione analitica delle poste patrimoniali delle controllate, bensì una diversa valutazione della posta in oggetto. L'eventuale presenza di una differenza rispetto al costo sostenuto, dovrà essere trattata in modo simile a quanto visto in precedenza<sup>238</sup>. In aggiunta, è necessario precisare che l'adozione di tale criterio implica la rettifica periodica del valore della partecipazione al fine di riflettere nel bilancio del gruppo anche i risultati conseguiti dalla controllata nei periodi successivi alla data di acquisto: di conseguenza, in caso di realizzazione di utili, si dovrà procedere alla rivalutazione della partecipazione, mentre in caso contrario, alla relativa svalutazione.

Il metodo del patrimonio netto implica un sostanziale allineamento, in termini di valori complessivi, con la metodologia del consolidamento integrale: in particolare, esso produce sul patrimonio netto e sul risultato d'esercizio del gruppo gli stessi effetti che si otterrebbero con la metodologia integrale. Su tale punto, i Principi contabili nazionali precisano che *la differenza tra il consolidamento integrale e il metodo del patrimonio netto risiede solo nel fatto che con il consolidamento integrale gli effetti sono analiticamente rilevati in tutte le voci del bilancio. Con il consolidamento integrale, infatti, si incorporano nel bilancio tutti i conti della partecipata; con il metodo del*

---

<sup>237</sup> Le principali rettifiche riguardano:

- la detrazione dei dividendi distribuiti dalle partecipate;
- le modifiche richieste da una normale redazione di un bilancio consolidato.

<sup>238</sup> Va tuttavia precisato che l'eventuale differenza positiva imputabile ad avviamento, ancora presente dopo le rettifiche degli elementi patrimoniali, deve rimanere iscritta nell'attivo (e ammortizzata come prescritto dall'art. 2426, n° 6 c.c.), conglobata nel costo originario della partecipazione. Di contro, nel caso in cui non possa riconoscersi un avviamento, tale differenza deve essere imputata al conto economico consolidato quale svalutazione della partecipazione, riducendo in contropartita il valore iscritto in bilancio. Cfr. Principio contabile nazionale n. 17, par. 9.7 c).

*patrimonio netto, invece, si riflettono sinteticamente nel valore di carico della partecipazione (in proporzione alla quota posseduta) il patrimonio netto della partecipata e nel conto economico i risultati d'esercizio, rettificati per riflettere gli effetti delle rettifiche proprie del consolidamento*<sup>239</sup>.

Il metodo proporzionale, come già rilevato, si applica nel consolidamento di partecipazioni paritetiche a controllo congiunto (principalmente per le joint ventures). Infatti, l'articolo 37 del decreto 127/91 dispone che *possono essere incluse nel bilancio consolidato anche le imprese sulle quali un'impresa inclusa nel consolidamento abbia il controllo congiuntamente con altri soci ed in base ad accordi con essi, purché la partecipazione posseduta non sia inferiore alle percentuali indicate nell'art. 2359, terzo comma, del codice civile.*

*In tal caso l'inclusione nel consolidamento avviene secondo il criterio della proporzione con la partecipazione posseduta.*

Dalla disposizione normativa emerge che l'utilizzo di tale metodologia necessita altresì dell'esercizio di una sorta di influenza notevole sulla partecipata: tale condizione si presume nel momento in cui è possibile, nell'assemblea ordinaria, esercitare almeno un quinto dei voti nel caso in cui la società sia quotata, ovvero perlomeno un decimo in caso contrario<sup>240</sup>.

Il consolidamento proporzionale, basato sulla teoria della proprietà, ipotizza che le controllate appartengono alla capogruppo in maniera proporzionata all'interessenza detenuta: a livello operativo ne deriva che, all'interno del consolidato vengono riportate solo *pro-quota* le attività, le passività, i costi e ricavi della controllata. In tal modo, nel bilancio di gruppo non verranno considerate né le quote di patrimonio né quelle relative al reddito d'esercizio dei terzi, perché automaticamente escluse. Ovviamente, si renderà necessario

---

<sup>239</sup> Principio contabile nazionale n. 17, par. 9.7.b.

<sup>240</sup> È opportuno ribadire che le partecipazioni soggette a controllo congiunto non consolidate con il metodo del consolidamento proporzionale devono essere trattate con il metodo del patrimonio netto.

eliminare anche i valori derivanti dai rapporti infragruppo per la parte attribuibile alla controllante sulla base dell'interessenza posseduta.

Dal momento che l'attuale normativa non indica le modalità di rappresentazione del consolidamento proporzionale, l'Oic prescrive che è *necessario fare riferimento al Principio contabile internazionale IAS 31 che prevede due forme alternative di presentazione del consolidamento proporzionale, che conducono ai medesimi risultati:*

- a. la partecipante aggrega, linea per linea, la quota parte di ciascuna attività, passività, ricavi e costi della joint venture alle rispettive voci del proprio bilancio cumulativamente ovvero aggiungendo una linea per ogni voce, ovvero*
- b. consolidamento proporzionale c.d. ridotto: il bilancio consolidato della partecipante include, esponendole in voci separate (normalmente aggregate per classi), la quota parte di attività, passività, ricavi e costi appartenenti alla società sottoposta al controllo congiunto<sup>241</sup>.*

Infine, le altre partecipazioni, ovvero quelle in società non controllate né collegate, devono essere trattate alla stregua delle altre attività: pertanto, devono essere riportate nel bilancio consolidato al costo di acquisizione, eventualmente rettificato in funzione dell'attuazione di operazioni sul capitale, ovvero a causa di perdite durature. Il trattamento di tali interessenze mediante il criterio del costo comporta, inoltre, l'imputazione integrale al Conto economico consolidato dei risultati economici conseguiti dalle partecipate, che di conseguenza non intaccheranno il valore della partecipazione iscritta nel consolidato.

---

<sup>241</sup> Principio contabile nazionale n. 17 Par. 15

## 5. La disciplina IAS/IFRS

Le società italiane obbligate a redigere il bilancio consolidato secondo le disposizioni internazionali, devono disapplicare la disciplina considerata nei paragrafi precedenti, per attenersi scrupolosamente a quanto disposto dai Principi contabili IAS/IFRS: più precisamente tali gruppi dovranno far riferimento, in particolare, al contenuto dello IAS 27 “*Bilancio consolidato e separato*” (*Consolidated and Separate Financial Statements*), dello IAS 28 “*Partecipazioni in società collegate*” (*Accounting for Investments in Associates*), dello IAS 31 “*Partecipazioni in joint venture*” (*Interests in Joint Ventures*), nonché dello IFRS 3 “*Aggregazioni aziendali*” (*Business Combinations*).

Figura 2.10 I principi contabili internazionali IAS/IFRS

International Accounting Standards	Ultima revisione	Regolamento Ce di adozione
IASB Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements	1989	
IAS 1 Presentation of Financial Statements	Settembre 2007	1274/2008
IAS 2 Inventories	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 3 Consolidated Financial Statements. Originally issued 1976, effective 1 Jan 1977. No longer effective. <i>Superseded in 1989 by IAS 27 and IAS 28</i>	---	---
IAS 4 Depreciation Accounting. Withdrawn in 1999, replaced by IAS 16, 22, and 38, all of which were issued or revised in 1998.	---	---
IAS 5 Information to Be Disclosed in Financial Statements. Originally issued October 1976, effective 1 January 1997. No longer effective. <i>Superseded by IAS 1 in 1997</i>	---	---
IAS 6 Accounting Responses to Changing Prices. <i>Superseded by IAS 15</i>	---	---
IAS 7 Statements of Cash Flow	1992	1126/2008
IAS 8 Accounting Policies, Changes in Accounting Estimates, and Errors	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 9 Accounting for Research and Development Activities. <i>Superseded by IAS 38 effective 1.7.99</i>	---	---
IAS 10 Events After the Balance Sheet Date	Dicembre 2003	1274/2008
IAS 11 Construction Contracts	Dicembre 1993	1126/2008
IAS 12 Income Taxes	Ottobre 2000	1126/2008
IAS 13 Presentation of Current Assets and Current Liabilities.	---	---

<i>Superseded by IAS 1</i>		
IAS 14 Segment Reporting <i>superseded by IFRS 8 for annual periods beginning 1 January 2009</i>	1997	1725/2003
IAS 15 Information Reflecting the Effects of Changing Prices	Dicembre 2003	Ritirato a partire da gennaio 2005
IAS 16 Property, Plant and Equipment	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 17 Leases	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 18 Revenue	Dicembre 1993	1126/2008
IAS 19 Employee Benefits	Dicembre 2004	1126/2008
IAS 20 Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance	2008	1126/2008
IAS 21 The Effects of Changes in Foreign Exchange Rates	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 22 Business Combinations. <i>Superseded by IFRS 3 effective 31 March 2004</i>	---	---
IAS 23 Borrowing Costs	1993	1260/2008
IAS 24 Related Party Disclosures	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 25 Accounting for Investments. <i>Superseded by IAS 39 and IAS 40 effective 2001</i>	---	---
IAS 26 Accounting and Reporting by Retirement Benefit Plans	1994	1126/2008
IAS 27 Consolidated and Separate Financial Statements	Dicembre 2003	494/2009
IAS 28 Investments in Associates	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 29 Financial Reporting in Hyperinflationary Economies	1994	1126/2008
IAS 30 Disclosures in the Financial Statements of Banks and Similar Financial Institutions. <i>Superseded by IFRS 7 effective 2007</i>	---	---
IAS 31 Interests in Joint Ventures	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 32 Financial Instruments: Disclosures and Presentation	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 33 Earnings per Share	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 34 Interim Financial Reporting	1998	1126/2008
IAS 35 Discontinuing Operations. <i>Superseded by IFRS 5 effective 2005</i>	1998	---
IAS 36 Impairment of Assets	Marzo 2004	1126/2008
IAS 37 Provisions, Contingent Liabilities and Contingent Assets	1998	1126/2008
IAS 38 Intangible Assets	Marzo 2004	1126/2008
IAS 39 Financial Instruments: Recognition and Measurement	Marzo 2004	1126/2008
IAS 40 Investment Property	Dicembre 2003	1126/2008
IAS 41 Agriculture	2000	1126/2008
<b>International Financial Reporting Standards</b>	<b>Ultima revisione</b>	<b>Regolamento</b>
Preface to International Financial Reporting Standards	Maggio 2002	
IFRS 1 First-time Adoption of International Financial Reporting Standards	Giugno 2003	1126/2008
IFRS 2 Share-based Payment	Febbraio 2004	1126/2008
IFRS 3 Business Combinations	Marzo 2004	495/2009

IFRS 4 Insurance Contracts	Marzo 2004	1126/2008
IFRS 5 Non-current Assets Held for Sale and Discontinued Operations	Marzo 2004	1126/2008
IFRS 6 Exploration for and of Evaluation Mineral Assets	Dicembre 2004	1126/2008
IFRS 7 Financial Instruments: disclosures	Agosto 2005	1126/2008
IFRS 8 Operating Segments	Gennaio 2006	1126/2008
IFRS 9 Financial Instruments	Novembre 2009	

Fonte Ferraro O., 2010, p. 39

Lo IAS 27, che rappresenta il principale testo di riferimento dell'intera disciplina contabile internazionale, pone l'accento altresì su alcune definizioni fondamentali.

In particolare, come già anticipato nei paragrafi precedenti, il consolidato è indicato come *il bilancio di gruppo presentato come se fosse il bilancio di un'unica entità economica*. Il gruppo, invece, è descritto come *il raggruppamento costituito dalla capogruppo e da tutte le sue controllate*. Il controllo, infine, viene definito come *il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue attività*.

Gli altri principi contabili citati, affrontano specifici argomenti relativi al processo in oggetto: più precisamente, lo IAS 28 affronta il consolidamento delle partecipazioni in società collegate, lo IAS 31 tratta le partecipazioni in joint venture e lo IFRS 3 analizza le aggregazioni aziendali.

### ***5.1. L'obbligo di redazione***

Premesso che, l'obbligo di redazione del consolidato per le società italiane viene definito dalla disciplina nazionale, appare comunque utile, in un'ottica

generale, indicare i soggetti a cui lo IASB impone la presentazione di tale documento.

I principi IAS/IFRS prescrivono la redazione del consolidato a tutte le controllanti, tralasciando la specifica forma giuridica adottata da queste ultime. In tal senso, infatti, lo IAS 27, definisce unicamente controllante «un'entità che ha una o più società controllate»<sup>242</sup>, a prescindere dalla relativa costituzione in forma societaria. Pertanto, la disciplina impartita dallo IASB impone a tutte le capogruppo nella posizione di “*all profit oriented entities*”<sup>243</sup>, la redazione del bilancio consolidato<sup>244</sup>.

Tuttavia, a determinate condizioni, una controllante in posizione di sub-holding, può essere esonerata dalla redazione del consolidato. Più precisamente, lo IAS 27 prescrive che *una controllante non è tenuta alla presentazione del bilancio consolidato se e soltanto se:*

- a. *la controllante stessa è a sua volta una società interamente controllata, o una società controllata parzialmente da un'altra entità e gli azionisti terzi, inclusi quelli non aventi diritto di voto, sono stati informati del fatto che la controllante non redige un bilancio consolidato e non oppongono alcuna obiezione;*
- b. *i propri titoli di debito o strumenti rappresentativi di capitale non sono negoziati in un mercato pubblico (una Borsa Valori nazionale o estera ovvero in un mercato «over-the-counter», compresi i mercati locali e regionali);*

---

<sup>242</sup> IAS 27, paragrafo 4.

<sup>243</sup> Come nel caso di fondi di investimento o partnership. Cfr. TETTAMANZI P.-PRENCIPE A., *Bilancio consolidato. Tecniche di redazione e di analisi secondo i nuovi principi internazionali*, EGEA, Milano, 2009, p. 35.

<sup>244</sup> Exposure Draft of Proposed Improvements to International Accounting Standards, IASB, 2002, p. 11.

- c. *la controllante non ha depositato, né è in procinto di farlo, il proprio bilancio presso una Commissione per la Borsa Valori o altro organismo di regolamentazione al fine di emettere una qualsiasi categoria di strumenti finanziari in un mercato pubblico; e*
- d. *la capogruppo o qualsiasi controllante intermedia della controllante redige un bilancio consolidato per uso pubblico che sia conforme agli International Financial Reporting Standard<sup>245</sup>.*

Nel caso di esercizio della facoltà relativa alla non presentazione del consolidato, la disciplina in oggetto impone alla sub-holding l'indicazione, nelle note del bilancio individuale, delle seguenti informazioni:

- *l'indicazione che si sia optato per l'esenzione dal consolidamento;*
- *la ragione sociale e il luogo di costituzione o la sede legale dell'entità che ha provveduto alla redazione del bilancio consolidato ad uso pubblico in conformità con gli International Financial Reporting Standard l'indirizzo presso il quale è possibile ottenere tale bilancio consolidato;*
- *un elenco delle partecipazioni di rilievo in controllate, in entità a controllo congiunto e in società collegate, comprendente la ragione sociale, il luogo di costituzione o la sede legale, la percentuale di capitale posseduto e, se diversa, la percentuale dei voti esercitabili in assemblea;*
- *una descrizione del criterio adottato per contabilizzare le partecipazioni di cui al punto precedente<sup>246</sup>.*

---

<sup>245</sup> IAS 27 paragrafo 10.

<sup>246</sup> IAS 27 paragrafo 42.

## 5.2 La composizione del bilancio

Come evidenziato in precedenza, per lo IASB il consolidato rappresenta il bilancio di un gruppo presentato come se fosse il bilancio di un'unica entità economica. Lo IAS 1 “*Presentazione del bilancio*” (*Presentation of Financial Statements*) prescrive di applicare le relative disposizioni a tutti i bilanci redatti per scopi di carattere generale preparati e presentati secondo quanto previsto dagli IAS/IFRS. Da ciò consegue che anche il consolidato deve presentare la medesima struttura del bilancio d'esercizio previsto dai Principi contabili internazionali.

Più precisamente lo IAS 1, sul tema in oggetto, prescrive che un'informativa di bilancio completa deve includere:

- a) un Prospetto della posizione patrimoniale-finanziaria (*Statement of financial position*);
- b) un Conto economico complessivo (*Statement of comprehensive income*);
- c) un Prospetto delle variazioni di patrimonio netto (*Statement of changes in equity*);
- d) un Rendiconto finanziario (*Statement of cash flow*);
- e) delle Note esplicative (*Notes*)<sup>247</sup>.

In aggiunta, il principio in oggetto, nel caso di applicazione retroattiva di un principio contabile, di determinazione retroattiva di un elemento di bilancio ovvero di riclassificazione di uno o più elementi, dispone la presentazione di un ulteriore prospetto relativo posizione patrimoniale-finanziaria alla data di

---

<sup>247</sup> IAS 1 par 10. L'attuale versione dello IAS 1 ha modificato non solo nella sostanza ma anche nella denominazione i primi tre documenti del bilancio IAS/IFRS, che prima veniva definiti rispettivamente, Balance sheet, Income statement, e Cash flow statement.

apertura del primo esercizio comparativo presentato<sup>248</sup>: in tal modo risulta così possibile comparare tre periodi amministrativi contigui<sup>249</sup>.

Per quanto concerne il *Prospetto della posizione patrimoniale-finanziaria*, i principi IAS/IFRS non prevedono uno schema obbligatorio da osservare nell'esposizione delle diverse poste<sup>250</sup>. Il paragrafo 54 dello IAS 1, infatti, stabilisce un elenco minimo e non esaustivo di voci da includere in tale documento:

- a. immobili, impianti e macchinari;
- b. investimenti immobiliari;
- c. attività immateriali;
- d. attività finanziarie (esclusi i valori esposti in (e), (h) e (i));
- e. partecipazioni contabilizzate con il metodo del patrimonio netto;
- f. attività biologiche;
- g. rimanenze;
- h. crediti commerciali e altri crediti;
- i. disponibilità liquide e mezzi equivalenti;
- j. il totale delle attività classificate come possedute per la vendita e le attività incluse nei gruppi in dismissione classificati come posseduti per la vendita in conformità all'IFRS 5, Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate;
- k. debiti commerciali e altri debiti;
- l. accantonamenti;

---

<sup>248</sup> La nuova versione dello IAS 1 ha introdotto, al fine di offrire un'informativa di bilancio completa, l'obbligatorietà di questo nuovo documento. Infatti, il paragrafo 10 lettera f) prescrive l'adozione di: *“un prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria all'inizio del primo esercizio comparativo quando un'entità applica un principio contabile retroattivamente o ridetermina retroattivamente le voci nel proprio bilancio, o quando riclassifica le voci nel proprio bilancio”*.

<sup>249</sup> Per maggiore chiarezza è opportuno anticipare che il prospetto in oggetto, generalmente riporta i dati riferiti all'anno in chiusura e a quello immediatamente precedente.

<sup>250</sup> IAS 1 paragrafo 57.

- m. passività finanziarie (esclusi i valori esposti in (k), e (l));
- n. passività e attività per imposte correnti, come definito nello IAS 12 Imposte sul reddito;
- o. passività e attività per imposte differite, come definito nello IAS 12;
- p. passività incluse nei gruppi in dismissione classificati come posseduti per la vendita, in conformità all'IFRS 5
- q. interessenze di pertinenza di terzi, presentate nel patrimonio netto;
- r. capitale emesso e riserve attribuibili ai possessori di capitale conferito della controllante.

La classificazione delle poste, secondo quanto disposto dallo IAS 1, deve essere effettuata in base al criterio *corrente/non corrente*<sup>251</sup>: tuttavia, nel caso in cui una presentazione basata sul criterio della liquidità fosse in grado di fornire informazioni più significative in merito alla situazione contabile, è concesso presentare le attività e passività nell'ordine della loro liquidità.<sup>252</sup>

---

<sup>251</sup> Lo IAS 1, al paragrafo 66, prescrive che un'attività deve essere classificata come corrente quando soddisfa uno dei seguenti criteri:

- a. quando ci si aspetta che sia realizzata, o si prevede che sia venduta o utilizzata nel normale ciclo operativo dell'entità;
- b. è posseduta principalmente per essere negoziata;
- c. si prevede che si realizzi entro dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio;
- d. si tratta di disponibilità liquide o mezzi equivalenti (come definito nello IAS 7) a meno che non sia preclusa dall'essere scambiata o utilizzata per estinguere una passività per almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio.

Tutte le altre attività devono essere classificate come non correnti.

Una passività, ai sensi del paragrafo 69, può essere definita corrente quando soddisfa uno dei seguenti criteri:

- a. è previsto che sia estinta nel normale ciclo operativo di un'entità;
- b. è assunta principalmente per essere negoziata;
- c. deve essere estinta entro dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio;
- d. l'entità non ha un diritto incondizionato a differire il regolamento della passività per almeno dodici mesi dalla data di riferimento del bilancio.

Tutte le altre passività devono essere classificate come non correnti.

<sup>252</sup> IAS 1 paragrafo 60.

Il prospetto di Conto economico (*Statement of comprehensive income*)<sup>253</sup>, modificato significativamente rispetto alla versione stabilita dal precedente IAS 1<sup>254</sup>, accoglie non solo i costi e i ricavi reddituali, ma altresì i proventi e gli oneri imputati a patrimonio netto<sup>255</sup>.

Infatti, la novità fondamentale consiste proprio nello iscrivere all'interno di tale documento anche quei proventi e quegli oneri non realizzati che, nel passato, venivano rilevati a patrimonio netto, tra cui:

- utili e perdite conseguenti a rivalutazioni;
- utili e perdite attuariali;
- utili e perdite su operazioni in valuta;
- utili e perdite derivanti dalla rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita;
- quote di utili e perdite effettive sugli strumenti di copertura in una copertura di flussi finanziari.

Data l'attuale configurazione del prospetto in oggetto, atta a comprendere tutti i ricavi e i costi sostenuti da un'impresa, viene altresì definito *Conto economico complessivo*.

A livello strutturale, le informazioni richieste dallo *Statement of comprehensive income* possono essere presentate mediante l'impiego di un unico documento (*one statement approach*), in cui evidenziare tutti i ricavi ed i

---

<sup>253</sup> Per approfondimenti sul tema, si consiglia la lettura di PISANI M., *La misura delle prestazioni nel bilancio d'esercizio*, Franco Angeli, Milano, 2007.

<sup>254</sup> L'attuale versione dello IAS 1, entrata in vigore a partire dal 1 gennaio 2009, ha infatti sostituito la precedente versione rivista nella sostanza del 2003, che a sua volta aveva rimpiazzato lo IAS 1 del 1997.

<sup>255</sup> La precedente versione dello IAS 1, invece, evidenziava tali proventi ed oneri nel prospetto delle variazioni del patrimonio netto. Su tale punto il paragrafo 7 della attuale versione dello IAS in oggetto puntualizza:

*Le voci del prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo sono le seguenti:*

- a. *variazioni nella riserva di rivalutazione;*
- b. *utili e perdite attuariali da piani a benefici definiti;*
- c. *utili e perdite derivanti dalla conversione dei bilanci di una gestione estera;*
- d. *utili e perdite dalla rideterminazione di attività finanziarie disponibili per la vendita;*
- e. *la parte efficace degli utili e delle perdite sugli strumenti di copertura in una copertura di flussi finanziari.*

costi (compresi, quindi, anche quelli non reddituali)<sup>256</sup>, ovvero mediante l'ausilio di due prospetti (*two statement approach*), dove in un primo, detto *Income Statement (o Conto economico separato)*, indicare esclusivamente i ricavi e costi redditualizzati, e in un secondo (denominato *Statement of comprehensive income* o *Conto economico complessivo*) considerare i proventi e gli oneri imputati a patrimonio netto<sup>257</sup>.

In questo ultimo caso, il collegamento tra i due prospetti in essere sarà assicurato dal risultato economico scaturente dall'*Income Statement*, in quanto costituirà anche il punto di partenza dello *Statement of comprehensive income*. Per il Conto economico complessivo, alla stregua di quanto previsto per lo *Statement of financial position*, non è prevista una struttura specifica, e lo IASB ne stabilisce unicamente un contenuto basilare. Infatti, il paragrafo 82 dello IAS 1 prescrive che *come minimo, il prospetto di conto economico deve includere le voci rappresentative dei seguenti valori relativi all'esercizio:*

- a. ricavi;
- b. oneri finanziari;
- c. quota dell'utile o perdita di collegate e joint venture contabilizzata con il metodo del patrimonio netto;
- d. oneri tributari;
- e. un unico importo comprendente il totale:
  - (i) della plusvalenza o minusvalenza, al netto degli effetti fiscali, delle attività operative cessate, e
  - (ii) della plusvalenza o minusvalenza, al netto degli effetti fiscali, rilevata a seguito della valutazione al fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita o della dismissione delle attività o del(i)

---

<sup>256</sup> È importante sottolineare che nel caso si opti per l'adozione del *one statement approach* è necessario indicare altresì il totale dei costi e ricavi redditualizzati.

<sup>257</sup> Sulla composizione del Conto economico complessivo, lo IASB raccomanda l'utilizzo del *one statement approach* (soluzione benchmark), come evidenziato nei punti 51-52 del *basis for conclusions* dello IAS 1.

*gruppo(i) di dismissioni che costituiscono l'attività operativa cessata;*

- f. l'utile o la perdita d'esercizio;*
- g. ciascuna voce del prospetto delle altre componenti di Conto economico complessivo classificato per natura [esclusi i valori esposti in (h)];*
- h. quota delle voci del prospetto delle altre componenti di conto economico complessivo di collegate e joint venture contabilizzata con il metodo del patrimonio netto;*
- i. totale conto economico complessivo.<sup>258</sup>».*

I principi contabili internazionali stabiliscono di classificare i costi all'interno del Conto economico complessivo (ovvero nel Conto economico separato, se presentato) per natura o per destinazione funzionale, in ragione sia delle caratteristiche dell'impresa che di ulteriori specifici fattori storici e industriali<sup>259</sup>. Tuttavia, nel caso di classificazione per funzione, è necessario riportare altresì nelle Note ulteriori informazioni sulla natura dei costi, sugli ammortamenti e sui costi di benefici per i dipendenti<sup>260</sup>.

Infine, in linea generale occorre puntualizzare che, ai sensi del paragrafo 87 dello IAS in oggetto, una società non può presentare, nel prospetto di Conto economico complessivo (e neppure nelle note), proventi e oneri come partite straordinarie, in quanto i Principi contabili internazionali considerano tutti i

---

<sup>258</sup> Il paragrafo 83 stabilisce di ripartire l'utile o la perdita di esercizio nonché il totale conto economico complessivo d'esercizio in utile o perdita attribuibile alle minoranze e utile o perdita del gruppo.

<sup>259</sup> IAS 1 paragrafi 100 e 105.

<sup>260</sup> IAS 1 paragrafo 104.

componenti reddituali come originati nel corso dell'attività ordinaria dell'impresa<sup>261</sup>.

Il prospetto delle variazioni di patrimonio netto (*Statement of changes in equity*) assume, all'interno del bilancio IAS/IFRS, una valenza autonoma e indipendente rispetto agli altri documenti obbligatori. In tale prospetto devono essere incluse tutte le variazioni patrimoniali riconducibili ad operazioni poste in essere dai proprietari del capitale<sup>262</sup>.

Nello specifico, all'interno dello *Statement of changes in equity* dovranno essere evidenziati:

- a. il totale Conto economico complessivo dell'esercizio, riportando separatamente gli importi attribuibili ai soci della controllante e alla quota di pertinenza di terzi;
- b. per ciascuna voce del patrimonio netto, gli effetti dell'applicazione retroattiva o della rideterminazione retroattiva rilevati secondo quanto previsto dallo IAS 8;
- c. gli importi delle operazioni con i soci che agiscono in tale qualità, riportando separatamente i conferimenti e gli utili distribuiti ai soci; e
- d. per ciascuna voce del patrimonio netto, una riconciliazione tra il valore contabile all'inizio e quello al termine dell'esercizio, evidenziando distintamente ogni variazione<sup>263</sup>.

In merito a questo ultimo punto, i principi contabili internazionali richiedono in particolare l'illustrazione dei cambiamenti dovuti a:

---

<sup>261</sup> Va sottolineato, infine che, a differenza della precedente versione dello IAS 1, quella attuale non permette l'inclusione dei dividendi nel Conto economico, che di conseguenza dovranno confluire nel prospetto delle variazioni di patrimonio netto o nelle note.

<sup>262</sup> È utile ribadire che a differenza della precedente versione del principio contabile in oggetto, non possono più essere rilevate a patrimonio netto i "non owner movements" poiché devono essere iscritti all'interno del Conto economico complessivo.

<sup>263</sup> IAS 1 paragrafo 106.

- profitti e perdite (realizzati);
- ogni elemento appartenente al prospetto delle altre componenti di Conto economico complessivo (*Other comprehensive income*)<sup>264</sup>;
- operazioni con i soci.

Ulteriore documento obbligatorio del bilancio redatto secondo i canoni prescritti dallo IASB è il rendiconto finanziario, la cui importanza viene altresì sottolineata dalla presenza di un intero principio contabile, lo IAS 7, ad esso dedicato.

In sostanza, il rendiconto finanziario è un prospetto nel quale vengono esposti i movimenti, avvenuti nell'esercizio, riferiti ai flussi finanziari di un particolare aggregato. Grazie a questo documento, il bilancio è in grado di fornire ai propri utilizzatori una base di riferimento per valutare le capacità dell'entità di generare cassa o mezzi equivalenti e i fabbisogni dell'entità di impiego di tali flussi finanziari<sup>265</sup>. Infatti, i principi contabili internazionali focalizzano l'attenzione proprio sulle disponibilità liquide e mezzi equivalenti (come aggregato di riferimento)<sup>266</sup>.

Per la redazione del rendiconto finanziario lo IAS 7 impone di classificare i flussi di liquidità in base all'attività generatrice. Pertanto, è possibile individuare tre distinte sezioni:

- l'area operativa;
- l'area relativa agli investimenti;
- l'area finanziaria<sup>267</sup>.

---

<sup>264</sup> Che ricordiamo accoglie le voci di ricavo e di costo (incluse le rettifiche da riclassificazione) che non sono rilevate nell'utile (perdita) d'esercizio.

<sup>265</sup> Cfr. IAS 1 paragrafo 102.

<sup>266</sup> In tale aggregato vengono ricompresi la cassa, i conto correnti attivi al netto di quelli passivi, nonché i titoli a breve scadenza e ad alta liquidabilità.

<sup>267</sup> IAS 7 paragrafo 10.

I flussi finanziari derivanti dall'attività operativa possono essere presentati, utilizzando alternativamente:<sup>268</sup>

- a. il metodo diretto, tramite cui vengono indicate le principali categorie di incassi e di pagamenti lordi;
- b. il metodo indiretto, mediante il quale l'utile o la perdita d'esercizio sono rettificati dagli effetti delle operazioni di natura non monetaria, da qualsiasi differimento o accantonamento di precedenti o futuri incassi o pagamenti operativi, e da elementi di ricavi o costi connessi con i flussi finanziari derivanti dall'attività di investimento o finanziaria<sup>269</sup>.

L'ultimo documento rientrante nel sistema del bilancio redatto secondo i Principi contabili internazionali è costituito dalle Note<sup>270</sup>.

In tale prospetto, ai sensi del paragrafo 112 dello IAS 1, devono essere incluse:

- a. le informazioni sui criteri di formazione del bilancio e i principi contabili specifici utilizzati secondo quanto previsto dai paragrafi 117-124;
- b. le informazioni richieste dagli IFRS che non sono presentate negli altri documenti del bilancio;
- c. le informazioni aggiuntive che non sono presentate altrove nel bilancio, ma sono rilevanti per la comprensione di ciascuno di questi.

---

<sup>268</sup> IAS 7 paragrafo 18.

<sup>269</sup> Tuttavia, il paragrafo successivo, invita le imprese a presentare i flussi finanziari derivanti dall'attività operativa utilizzando il metodo diretto in quanto è in grado di fornire maggiori informazioni utili nella stima dei futuri flussi finanziari rispetto al metodo indiretto.

<sup>270</sup> Le Note al bilancio risultano essere strettamente collegate con tutti gli altri documenti del bilancio. Infatti, secondo quanto indicato dal paragrafo 113 dello IAS 1, per ciascuna voce del prospetto della situazione patrimoniale-finanziaria e del prospetto di conto economico complessivo, del conto economico separato (se presentato), e del prospetto delle variazioni di patrimonio netto nonché del rendiconto finanziario, deve essere presente un rinvio alla eventuale informativa nelle note.

Data l'innumerabile mole di informazioni rientrante nel prospetto in oggetto, e al fine di semplificare la comprensione e la comparabilità dei bilanci, è opportuno presentare il contenuto le Note rispettando il seguente ordine<sup>271</sup>:

1. una dichiarazione di conformità con gli IFRS;
2. una sintesi dei principi contabili rilevanti applicati;
3. informazioni di supporto per le voci esposte nel prospetto di stato patrimoniale, di conto economico, delle variazioni delle poste di patrimonio netto, e nel rendiconto finanziario, nell'ordine in cui ogni rendiconto e ogni voce sono presentati;
4. altre informazioni, quali ad esempio le passività potenziali e gli impegni contrattuali iscritti, nonché le finalità e le strategie della gestione del rischio finanziario dell'entità.

Pur non essendo di fatto un documento obbligatorio, il paragrafo 1 dello IAS 1, suggerisce alle imprese di corredare il proprio bilancio con una Relazione da parte degli amministratori in cui evidenziare gli aspetti principali del risultato economico e della situazione patrimoniale-finanziaria dell'impresa nonché le incertezze che la stessa deve affrontare. In particolare, da tale relazione devono risultare:

- a. i principali fattori e le influenze che incidono sul risultato economico, inclusi i cambiamenti nel contesto ambientale nel quale l'entità opera, la risposta dell'entità a questi cambiamenti e il loro effetto, e la politica d'investimento dell'entità per mantenere e migliorare il risultato economico, inclusa la sua politica di distribuzione dei dividendi;
- b. le fonti di finanziamento dell'entità e il relativo rapporto tra le passività e il patrimonio netto;

---

<sup>271</sup> IAS 1 paragrafo 114.

- c. le risorse dell'entità non rilevate nel bilancio secondo quanto previsto dagli IFRS.

### ***5.3. Le principali operazioni necessarie per la redazione del bilancio consolidato.***

La redazione del bilancio consolidato secondo i principi disposti dallo IASB, segue la medesima logica di quella già analizzata per la disciplina nazionale.

Pertanto, anche in questo caso, sarà necessario definire il perimetro del gruppo, verificare l'omogeneità dei bilanci delle imprese ivi rientranti ed infine, effettuare tutte le operazioni relative al consolidamento.

#### ***5.3.1. La definizione dell'area di consolidamento***

Alla base della definizione del perimetro di consolidamento di un bilancio redatto secondo le disposizioni dello IASB, è posto il concetto del controllo, che come già sottolineato, rappresenta *il potere di determinare le politiche finanziarie e gestionali di un'entità al fine di ottenere i benefici dalle sue*

*attività*<sup>272</sup>: l'area di consolidamento, in effetti, risulta costituita da tutte le controllate del gruppo<sup>273</sup>.

L'attività di controllo, in primo luogo, si presume quando la capogruppo detiene, direttamente o indirettamente attraverso le proprie controllate, la maggioranza dei diritti di voto di una società<sup>274</sup>. Tuttavia, si è in presenza di controllo anche quando la capogruppo pur possedendo la metà, o una quota minore, dei voti esercitabili in assemblea fruisce, altresì, di una delle seguenti prerogative:

- a. il controllo di più della metà dei diritti di voto in virtù di un accordo con altri investitori;
- b. il potere di determinare le politiche finanziarie e operative dell'entità in virtù di una clausola statutaria o di un contratto;
- c. il potere di nominare o di rimuovere la maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo societario, quando il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo;
- d. il potere di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nelle sedute del consiglio di amministrazione o dell'equivalente organo di governo

---

<sup>272</sup> IAS 27 paragrafo 4.

<sup>273</sup> IAS 27 paragrafo 12. Si ricorda altresì che il paragrafo 4 dello IAS 27 definisce una controllata come «un'entità, anche senza personalità giuridica, come nel caso di una partnership, controllata da un'altra entità (indicata come controllante)».

<sup>274</sup> Tuttavia lo stesso principio contabile prescrive che «a meno che, in casi eccezionali, possa essere chiaramente dimostrato che tale possesso non costituisce controllo». Un esempio di caso eccezionale in cui è possibile dimostrare che non si eserciti attività di controllo si verifica quando lo statuto della società richiede delle maggioranze qualificate per le assunzioni delle delibere in assemblea. Cfr. TETTAMANZI P.-PRENCIPE A., *Bilancio consolidato. Tecniche di redazione e di analisi secondo i nuovi principi internazionali*, op.cit., p. 39.

Tale configurazione di controllo caratterizzava anche la lo IAS 3, che è stato sostituito proprio dallo IAS 27 che integra altre fattispecie di controllo.

societario, quando il controllo dell'entità è detenuto da quel consiglio o organo<sup>275</sup>.

Sempre in tale ambito, i Principi contabili internazionali prescrivono di considerare anche i diritti di voto potenziali, che se esercitati, potrebbero influire sulle politiche finanziarie e gestionali dell'impresa. Più precisamente, il paragrafo 14 dello IAS 27 stabilisce che *l'entità potrebbe essere in possesso di warrant azionari, opzioni di acquisto (call) su azioni, strumenti di debito o rappresentativi di capitale che sono convertibili in azioni ordinarie, o altri strumenti simili che hanno la potenzialità, se esercitati o convertiti, di dare all'entità diritti di voto o di ridurre il diritto di voto di terzi sulle politiche finanziarie e gestionali di un'altra entità (diritti di voto potenziali). L'esistenza e l'effetto di diritti di voto potenziali che siano effettivamente esercitabili o convertibili, compresi quelli posseduti da altra entità, sono presi in considerazione all'atto di valutare se un'entità ha il potere o meno di governare le politiche finanziarie e gestionali di un'altra entità.*<sup>276</sup>

L'attuale configurazione dei Principi contabili internazionali non ammette nessuna tipologia di eccezione in merito alla presenza di tutte le controllate all'interno dell'area di consolidamento<sup>277</sup>. Ciò nonostante, le precedenti versioni dello IAS 27 permettevano l'esclusione di una controllata per gravi e durature restrizioni e in caso di controllo temporaneo; inoltre, lo IAS 3

---

<sup>275</sup> IAS 27 paragrafo 13.

<sup>276</sup> I diritti di voto potenziali non sono correntemente esercitabili o convertibili quando, per esempio, essi non possono essere esercitati o convertiti sino a una determinata data futura o sino al verificarsi di un evento futuro. Nel valutare se i diritti di voto potenziali contribuiscono al controllo, l'impresa deve esaminare tutti i fatti e le circostanze (incluse le clausole di esercizio dei diritti di voto potenziali e qualsiasi altro accordo contrattuale considerato sia singolarmente, sia in abbinamento ad altri) che incidono sui diritti di voto potenziali, ad eccezione dell'intenzione della direzione e della capacità finanziaria di esercitare o convertire. IAS 27 paragrafi 14 e 15.

<sup>277</sup> Non è prevista ad esempio l'esclusione per irrilevanza della partecipata, ovvero quella nei casi in cui si devono sostenere costi sproporzionati per ottenere le informazioni necessarie al consolidamento dei bilanci.

(sostituito successivamente proprio dallo IAS 27) permetteva altresì l'esclusione di una società per attività differente<sup>278</sup>.

L'unico caso di esclusione dal perimetro di consolidamento tollerato dallo IAS 27 oggi in vigore<sup>279</sup> riguarda la perdita di controllo da parte della controllante verso una o più partecipate<sup>280</sup>. In tale circostanza, infatti, la società madre non essendo più in grado di determinare le politiche finanziarie e gestionali di siffatte società, può scegliere di non consolidare i bilanci delle aziende in simili condizioni, considerata l'assenza di specifici benefici dal rapporto in essere.<sup>281</sup>

### ***5.3.2 L'analisi dei bilanci delle società***

Definito il perimetro di consolidamento, è necessario procedere all'analisi dei bilanci delle imprese appartenenti al gruppo al fine di esaminarne:

- l'uniformità dei periodi amministrativi;
- l'unicità della moneta di conto;
- l'omogeneità dei criteri di valutazione e degli schemi di bilancio.

In primo luogo, occorre verificare se il bilancio della capogruppo e quello delle controllate risultino riferiti ad un esercizio di eguale durata e siano stati redatti

---

<sup>278</sup> Sull'ultimo punto in oggetto la presente versione dello IAS 27 dispone espressamente che una controllata non deve essere esclusa dal consolidamento se esercita un'attività dissimile da quella delle altre società del gruppo: al verificarsi di tale circostanza infatti, è necessario procedere comunque al consolidamento, fornendo nel bilancio informazioni aggiuntive sulla specifica attività esercitata da tale impresa. Cfr. IAS 27 paragrafo 17.

<sup>279</sup> Cfr. IAS 27 Paragrafi 32 e seguenti.

<sup>280</sup> La perdita del controllo può verificarsi con o senza cambiamenti nei livelli di proprietà assoluta o relativa.

<sup>281</sup> Questo potrebbe verificarsi, ad esempio, nel momento in cui una controllata viene assoggettata al controllo di un organo governativo, di un tribunale, di un commissario o di un'autorità di regolamentazione. Potrebbe anche essere il risultato di un accordo contrattuale.

alla medesima data<sup>282</sup>. Nel caso in cui le date di chiusura dei periodi amministrativi non coincidano, la controllata è obbligata a preparare un bilancio infrannuale alla stessa data di riferimento del rendiconto della capogruppo: infatti, i Principi contabili internazionali, dispongono che la data di chiusura del bilancio del gruppo deve necessariamente coincidere con quella del bilancio della società controllante<sup>283</sup>.

Tuttavia, eccezionalmente, nel caso in cui risulti impossibile la preparazione di un bilancio aggiuntivo, lo IASB consente di utilizzare il bilancio della controllata redatto ad una data diversa purché:

- lo sfasamento temporale tra le date dei due bilanci non sia superiore a tre mesi;
- la durata degli esercizi e le differenze nelle date di chiusura siano mantenute nel corso del tempo;
- siano eseguite rettifiche per le operazioni o i fatti significativi intervenuti tra quella data e la data di riferimento del bilancio consolidato<sup>284</sup>.

Inoltre, quando un gruppo opera in contesti geografici eterogenei, attraverso filiali localizzate in Paesi con sistemi monetari differenti, deve affrontare la problematica relativa alla traduzione delle poste dei bilanci delle società che utilizzano una moneta di presentazione<sup>285</sup> diversa rispetto a quella utilizzata nel consolidato<sup>286</sup>.

---

<sup>282</sup> IAS 27 paragrafo 22.

<sup>283</sup> IAS 27 paragrafo 22.

<sup>284</sup> IAS 27 paragrafo 23.

<sup>285</sup> La moneta di presentazione è la valuta in cui il bilancio viene presentato. IAS 21 paragrafo 8.

<sup>286</sup> A tal proposito è bene precisare che secondo i Principi contabili internazionali una società deve redigere il proprio bilancio d'esercizio utilizzando la moneta funzionale (*functional currency*), ovvero la valuta dell'ambiente economico prevalente in cui l'impresa opera. Per determinare tale valuta devono essere considerati diversi indicatori tra cui in modo particolare l'unità valutaria con cui vengono fissati e pagati i prezzi dei fattori produttivi. IAS 21 paragrafi 8-14.

Sul punto lo IAS 21, “*Effetti delle variazioni dei cambi delle valute estere*”, premette che, il bilancio di ogni gestione estera<sup>287</sup> deve essere redatto sulla base della moneta funzionale della società che redige il bilancio consolidato: pertanto risulta necessario convertire nella valuta di presentazione del consolidato tutte le poste delle società che utilizzano una moneta differente rispetto a questa.

Operativamente, l’attuale versione dello IAS 21, al fine di agevolare il lavoro di conversione dei grandi gruppi internazionali, prevede un unico criterio di conversione, ovvero il metodo del cambio corrente in chiusura dell’esercizio che, come lo stessa denominazione lascia presagire, focalizza l’attenzione sui valori recenti piuttosto che su quelli storici<sup>288</sup>.

Più precisamente, l’adozione di tale metodologia di traduzione, per i bilanci redatti in una valuta di un’economia non iperinflazionata<sup>289</sup>, comporta:<sup>290</sup>

---

<sup>287</sup> La gestione estera è un’entità, quale una controllata, una collegata, una joint venture o una filiale di un’entità che redige il bilancio, le cui attività sono situate o sono gestite in un Paese o in una valuta differente da quella dell’entità che redige il bilancio. **IAS 21 paragrafo 8.**

<sup>288</sup> La precedente versione dello IAS 21, “*Contabilizzazione degli effetti delle variazioni dei cambi delle valute estere*”, rivisto nella sostanza nel 1993 e in vigore fino al 31/12/2004, permetteva l’utilizzo anche del metodo temporale, in base al quale:

- le attività e le passività di carattere monetario venivano tradotte in base al cambio in essere alla data di chiusura di bilancio;
- le rimanenti attività e passività venivano convertite utilizzando il cambio storico;
- le poste del patrimonio netto venivano tradotte applicando la tecnica del cambio storico, con l’eccezione del risultato d’esercizio;
- le voci del conto economico venivano convertite ai tassi di cambio alle date delle operazioni.

<sup>289</sup> Nel caso di economia iperinflazionata il paragrafo 42 dello IAS 21 prevede che *la situazione patrimoniale-finanziaria ed il risultato economico di un’entità la cui valuta funzionale è la valuta di un’economia iperinflazionata devono essere convertiti in una moneta di presentazione diversa utilizzando le seguenti procedure:*

- a. *tutti gli importi (ossia attività, passività, voci di patrimonio netto, ricavi e costi, inclusi i dati comparativi) devono essere convertiti al tasso di chiusura alla data dello stato patrimoniale più recente, eccetto*
- b. *quando gli importi sono convertiti nella valuta di un’economia non iperinflazionata; gli importi comparativi devono essere quelli che sono presentati come importi dell’anno corrente nel bilancio dell’anno precedente (ossia non rettificato per variazioni successive nel livello di prezzo o variazioni successive nei tassi di cambio).*

<sup>290</sup> IAS 21 paragrafo 39 e ss.

- la conversione dei valori patrimoniali al tasso di cambio in essere alla fine dell'esercizio;
- la traduzione dei valori reddituali al cambio in essere alla data di ogni operazione (oppure, per ragioni pratiche, al cambio medio del periodo)<sup>291</sup>;
- l'imputazione delle differenze di traduzione in una specifica voce di patrimonio netto da mantenere per tutto il periodo relativo all'investimento<sup>292</sup>.

In sostanza, l'impiego del metodo del cambio corrente in chiusura dell'esercizio consente di riflettere tempestivamente tutte le variazioni di cambio positive o negative intervenute nell'esercizio nel patrimonio netto del gruppo.

L'analisi dei bilanci delle società del gruppo non può prescindere dalla verifica altresì dell'omogeneità dei criteri di valutazione e degli schemi di bilancio.

Il consolidato infatti, secondo il paragrafo 24 dello IAS 27, deve essere preparato utilizzando principi contabili uniformi per operazioni e fatti simili in circostanze similari<sup>293</sup>. In sostanza, tutti i bilanci oggetto di consolidamento devono essere redatti, senza alcuna eccezione, secondo principi contabili e criteri di valutazione uniformi.<sup>294</sup>

---

<sup>291</sup> In tal senso il paragrafo 40 dello IAS 21 dispone che *per convertire gli elementi di ricavi e costi è spesso utilizzato, per motivi pratici, un cambio che approssima i cambi alla data delle operazioni, quale, per esempio, un cambio medio di periodo. Tuttavia, se il cambio fluttua significativamente, l'impiego del cambio medio di periodo non è appropriato.*

<sup>292</sup> Nel momento in cui si perviene alla dismissione della partecipazione, l'importo iscritto nella specifica voce di Patrimonio netto relativo alle differenze di traduzione deve essere rilevato nel Conto economico nel momento in cui si rileva l'utile o la perdita relativa alla dismissione. IAS 21 paragrafo 48.

<sup>293</sup> È appena il caso di rilevare che i principi contabili a cui si fa riferimento sono quelli indicati nello IAS 1 "*Presentazione del bilancio*".

<sup>294</sup> La precedente versione dello IAS 27, invece, permetteva l'utilizzo di principi difformi a condizione che l'uniformità fosse di difficile realizzazione e che fossero fornite le motivazioni e l'entità dei valori a cui era stato applicato il differente trattamento nelle Note.

Inoltre, di particolare importanza in ambito IAS/IFRS, è l'uniformità formale degli stessi schemi di bilancio adottati dalle società del gruppo: infatti, l'assenza di prospetti obbligatori lascia ampio margine agli amministratori delle diverse società sulla tipologia di schema da adottare. Considerato ciò, usualmente, la capogruppo al fine di assicurare un'armonizzazione formale e sostanziale, opera in via preventiva, stabilendo una serie di direttive contabili, valide per tutte le imprese del gruppo<sup>295</sup>. Tuttavia, quando tale azione cautelativa risulti mancante, e i principi o gli schemi adottati dalle partecipate appaiono differenti rispetto a quelli utilizzati nel consolidato, è indispensabile apportare le appropriate rettifiche al bilancio della controllata per uniformarsi al resto del gruppo<sup>296</sup>.

### ***5.3.3 Le operazioni di consolidamento***

Completata la fase di preparazione dei bilanci, è necessario procedere con tutte quelle operazioni che permettono al consolidato di esprimere correttamente il capitale e il risultato d'esercizio del gruppo, inteso come aggregazione unitaria.

In primo luogo è indispensabile eliminare gli effetti delle operazioni infragruppo. L'inclusione di siffatti margini all'interno del consolidato, infatti,

---

<sup>295</sup> Dal punto di vista formale la capogruppo potrebbe, ex ante, imporre alle partecipate l'utilizzo di una medesima terminologia contabile, di uno stesso piano dei conti, di un eguale schema di bilancio. Dal punto di vista sostanziale potrebbe fissare, invece, i criteri di rilevazione e valutazione delle diverse voci di bilancio. Cfr. ANDREI P.-AZZALI S.-GAVANA G.-LAI A.-RINALDI L.-SACCON C.-VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, op.cit., p. 136.

<sup>296</sup> IAS 27 paragrafo 29.

ne vanificherebbe la portata, in quanto trattasi di valori rappresentativi trasferimenti di risorse avvenuti tra le società del gruppo.

A livello operativo, è obbligatorio elidere tali margini interni integralmente, indipendentemente dalla percentuale di partecipazione detenuta dalla capogruppo: infatti, il paragrafo 20 dello IAS 27 dispone che *saldi, operazioni, ricavi e costi infragruppo devono essere integralmente eliminati*<sup>297</sup>.

In questo paragrafo si omette la disamina puntuale delle rettifiche da porre in essere per assolvere a tale prescrizione, rammentando comunque che i principali elementi oggetto di elisione riguardano:

- costi e ricavi infragruppo;
- crediti e debiti infragruppo;
- utili e perdite infragruppo;
- dividendi infragruppo<sup>298</sup>.

Occorre, ad ogni modo sottolineare che nessuna deroga circa l'eliminazione degli utili e delle perdite infragruppo, è ammessa dalla disciplina dettata dallo IASB.

In processo in oggetto, successivamente prosegue con il consolidamento delle partecipazioni. Anche i principi contabili internazionali, trattano in modo differente le partecipazioni, a seconda della tipologia di società partecipata.

In sintesi, è possibile evidenziare che:

---

<sup>297</sup> Sul punto il paragrafo 25 dello IAS in oggetto prescrive in particolare che «*i saldi e le operazioni infragruppo, compresi i ricavi, i costi e i dividendi, sono integralmente eliminati. Gli utili e le perdite derivanti da operazioni infragruppo compresi nel valore contabile di attività, quali le rimanenze e le immobilizzazioni, sono integralmente eliminati. Le perdite infragruppo possono indicare una riduzione di valore che è necessario rappresentare nel bilancio consolidato. Lo IAS 12 Imposte sul reddito si applica alle differenze temporanee derivanti dall'eliminazione di utili e perdite originate da operazioni infragruppo*».

<sup>298</sup> Per un approfondimento sul tema si rimanda al paragrafo 4.3.3.1.

- lo IAS 27 prescrive l'applicazione del metodo integrale per le imprese controllate;
- lo IAS 31 impone di consolidare le partecipazioni in società sottoposte a controllo congiunto (le joint venture) con il metodo proporzionale o, in alternativa con il metodo del patrimonio netto<sup>299</sup>;
- IAS 28 dispone di applicare il metodo del patrimonio netto alle partecipazioni in società collegate<sup>300</sup>.

Figura 2.11 Metodi di consolidamento secondo i principi IAS/IFRS

<b>Partecipazioni in:</b>	<b>Metodo di consolidamento da adottare</b>
Società controllate	Metodo integrale
Società controllate congiuntamente	Metodo proporzionale o metodo del patrimonio netto
Società collegate	Metodo del patrimonio netto.
Altre società	Fair value <sup>301</sup>

Fonte: ns. elaborazione

A livello operativo, l'impiego di tali metodologie di consolidamento ricalca sostanzialmente quanto visto in precedenza con riferimento alla normativa nazionale, con piccole eccezioni.

Circa il metodo integrale, lo IAS 27 al paragrafo 18 prescrive che *nella redazione del bilancio consolidato, l'entità aggrega i bilanci della capogruppo*

<sup>299</sup> Conosciuto anche come equity method.

<sup>300</sup> Tuttavia lo IAS 28, al paragrafo 13, precisa che una partecipazione in una collegata non deve essere contabilizzata con il metodo del patrimonio netto quando è classificata come posseduta per la vendita in conformità all'IFRS 5 "Attività non correnti possedute per la vendita e attività operative cessate". In questo caso la partecipazione dovrà essere valutata al minore tra il valore contabile e il fair value (valore equo) al netto dei costi di vendita.

<sup>301</sup> L'appendice A dello IFRS 1 definisce il fair value come *il corrispettivo al quale un'attività può essere scambiata, o una passività estinta, in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili.*

*e delle sue controllate voce per voce, sommando tra loro i corrispondenti valori dell'attivo, del passivo, del patrimonio netto, dei ricavi e dei costi.*

*Affinché i bilanci consolidati presentino informazioni contabili sul gruppo come se si trattasse di un'unica entità economica, sono necessarie le seguenti rettifiche:*

- a. il valore contabile delle partecipazioni della capogruppo in ciascuna controllata e la corrispondente parte del patrimonio netto di ciascuna controllata posseduta dalla capogruppo devono essere eliminati;*
- b. la quota di pertinenza di terzi al valore dell'utile o perdita d'esercizio delle controllate consolidate deve essere identificata; e*
- c. la quota del capitale e delle riserve di pertinenza di terzi nelle controllate consolidate è identificata separatamente dal patrimonio netto di tali controllate di pertinenza del gruppo. Le interessenze di terzi consistono nel:*
  - i. valore di quelle interessenze di terzi alla data dell'acquisto della partecipazione, calcolato secondo quanto previsto dallo IFRS 3; e*
  - ii. quota di pertinenza di terzi delle variazioni nel patrimonio netto dalla data dell'acquisizione.*

Occorre tuttavia sottolineare che, rispetto alla regolamentazione italiana, lo IFRS 3 impone di contabilizzare l'acquisizione delle partecipazioni con il metodo dell'acquisto (*acquisition method*)<sup>302</sup>, consistente nel riconoscere alle attività e alle passività identificabili di una controllata un valore pari al rispettivo fair value alla data di acquisizione. Da ciò consegue altresì un diverso trattamento delle differenze di consolidamento: in particolare quelle positive, devono essere imputate sempre e comunque ad avviamento<sup>303</sup>, mentre

---

<sup>302</sup> IFRS 3 Paragrafo 4.

<sup>303</sup> L'avviamento acquisito in un'aggregazione aziendale rappresenta un pagamento effettuato dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente. IFRS 3 appendice A.

quelle negative, dopo una rivisitazione delle stime relative ai fair value degli elementi patrimoniali della controllata, devono essere imputate a Conto economico, in quanto considerate proventi.

Tutte le volte che la controllante detiene partecipazioni non totalitarie è necessario evidenziare la presenza dei soci di minoranza anche nel consolidato. L'attuale versione dello IFRS 3 relativo alle aggregazioni aziendali ammette due opzioni di trattamento: una prima, ispirata alla teoria modificata della capogruppo, in base alla quale la quota di patrimonio netto dei terzi deve essere calcolata sulla base dei fair value delle sole attività e passività identificabili della controllata<sup>304</sup>, ed una seconda attinente alla teoria dell'entità, in base a cui la quota in oggetto deve essere calcolata in base al relativo fair value al momento dell'acquisizione del controllo, incluso l'eventuale avviamento<sup>305</sup>. In sostanza, il *goodwill* di spettanza alle minoranze sarà considerato nel patrimonio netto dei terzi esclusivamente nel caso di adozione della seconda opzione. Su tale punto, il paragrafo 32 dello IFRS 3 prevede che *l'acquirente alla data di acquisizione deve rilevare l'avviamento valutandolo per l'eccedenza di (a) su (b), nel modo indicato di seguito:*

*a. la sommatoria di:*

- i. il corrispettivo trasferito valutato in conformità al presente IFRS, che in genere richiede il fair value alla data di acquisizione;*
- ii. l'importo di qualsiasi partecipazione di minoranza nell'acquisita valutato in conformità al presente IFRS;*

---

<sup>304</sup> Tale opzione era l'unica disponibile in passato.

<sup>305</sup> Per un approfondimento sull'argomento, si consiglia la lettura di TETTAMANZI P.-PRENCIPE A., *Bilancio consolidato. Tecniche di redazione e di analisi secondo i nuovi principi internazionali*, op.cit., p. 127 e ss.

- iii. *in una aggregazione aziendale realizzata in più fasi, il fair value alla data di acquisizione delle interessenze nell'acquisita precedentemente possedute dall'acquirente;*
- b. *il valore netto degli importi, alla data di acquisizione, delle attività identificabili acquisite e delle passività assunte identificabili valutate in conformità al presente IFRS.*

Anche l'implementazione del metodo proporzionale è conforme a quanto analizzato per la disciplina nazionale. Su tale argomento il paragrafo 33 dello IAS 31 dispone che *l'applicazione del consolidamento proporzionale comporta che lo stato patrimoniale del partecipante comprenda la sua quota delle attività che esso controlla congiuntamente e la sua quota delle passività per le quali esso è congiuntamente responsabile. Il conto economico del partecipante comprende la sua quota di ricavi e costi dell'entità a controllo congiunto.*

A livello operativo il paragrafo 34 dello IAS 31, a cui altresì rimandano i principi contabili nazionali, dispone che per l'applicazione di tale metodo il partecipante può sommare la sua quota di ciascuna attività, passività, ricavi e costi dell'entità a controllo congiunto con le rispettive voci del proprio bilancio, voce per voce, ovvero, in alternativa può distinguere nel proprio bilancio apposite voci relative alla sua quota di attività, passività, ricavi e costi dell'entità economica a controllo congiunto.

Infine, circa l'applicazione del metodo del patrimonio netto per interessenze in imprese collegate, il paragrafo 11 dello IAS 28, rileva che *la partecipazione in una società collegata è inizialmente rilevata al costo e il valore contabile è aumentato o diminuito per rilevare la quota di pertinenza della partecipante*

*degli utili o delle perdite della partecipata realizzati dopo la data di acquisizione.*

*La quota dei risultati d'esercizio della partecipata di pertinenza della partecipante è rilevata nel conto economico di quest'ultima. I dividendi ricevuti da una partecipata riducono il valore contabile della partecipazione. Rettifiche del valore contabile possono essere necessarie anche a seguito di modifiche nella quota della partecipante nella collegata, derivanti da variazioni nel patrimonio netto della partecipata che la stessa non ha rilevato nel conto economico. Tali modifiche includono variazioni derivanti dalla rivalutazione di immobili, impianti e macchinari e dalle differenze della conversione di partite in valuta estera. La quota parte di tali variazioni di pertinenza della partecipante è rilevata direttamente nel patrimonio netto della partecipante.*

## 6. Le principali differenze tra la discipline contabili analizzate.

Nei paragrafi precedenti sono state evidenziate ed analizzate separatamente le discipline previste, in tema di consolidato, dal codice civile integrato dai Principi contabili emanati dall'OIC, e dai principi contabili internazionali IAS/IFRS.

Come già precisato, considerevoli sono le differenze esistenti tra le regolamentazioni oggetto di analisi, che comportano la redazione di bilanci sostanzialmente non confrontabili.

Pertanto, considerato che entrambe le regolamentazioni sono attualmente in vigore in Italia, appare opportuno fornire un quadro riepilogativo delle principali differenze esistenti tra i due sistemi in oggetto, evidenziando, ove possibile, in corsivo i relativi riferimenti normativi.

	<b>DISCIPLINA NAZIONALE</b>	<b>IAS/IFRS</b>
Composizione (documenti autonomi)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stato patrimoniale consolidato;</li> <li>- Conto Economico Consolidato;</li> <li>- Nota integrativa.</li> </ul> <p><i>D. Lgs 127/91 art. 29 comma 1</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Prospetto della posizione patrimoniale-finanziaria (Statement of financial position);</li> <li>- Conto economico complessivo (Statement of comprehensive income);</li> <li>- Rendiconto finanziario, (Statement of cash flow);</li> <li>- Prospetto delle variazioni di patrimonio netto (Statement of changes in equity);</li> <li>- Note esplicative (Notes).</li> </ul> <p><i>IAS 1 Par. 10</i></p>
Soggetti obbligati alla redazione	<p>S.p.a., S.a.p.a., ed S.r.l. che controllano un'impresa.</p> <p>Enti pubblici economici, società cooperative, e mutue assicuratrici che controllano una società di capitali.</p> <p>Società di persone che controllano una o più società di capitali quando la totalità dei soci illimitatamente responsabili riveste la forma di società</p>	<p>Tutte le entità controllanti di una o più controllate.</p> <p><i>IAS 27 Par. 9</i></p>

	di capitali. <i>D. Lgs 127/91 art. 25 commi 1-2 e Disp. Att. C.C. art. 111-duodecies.</i>	
Esonero dalla redazione	- Controllanti di dimensioni limitate - Controllanti-controllate <i>D. Lgs 127/91 art. 27 Commi 1 e 3</i>	- Controllanti-controllate <i>IAS 27 Par. 10</i>
Imprese controllate escluse dal consolidamento	Esclusione facoltativa: - per irrilevanza; - per gravi e durature restrizioni; - per intempestività e/o spese sproporzionate; - per successiva alienazione. <i>D. Lgs 127/91 art. 28 comma 2</i>	Nessuna esclusione <i>IAS 27 Par. 12</i>
Data di riferimento del bilancio consolidato	Coincide con la data di chiusura del bilancio dell'esercizio dell'impresa controllante. Può tuttavia coincidere con la data di chiusura dell'esercizio della maggior parte delle imprese incluse nel consolidamento o delle più importanti di esse. <i>D. Lgs 127/91 art. 30 commi 1 e 2</i>	Coincide con la data di riferimento del bilancio della controllante <i>IAS 27 Par. 22</i>
Data di chiusura dei bilanci da consolidare differente da quella del consolidato	Redazione di un bilancio annuale intermedio da parte della partecipata, riferito alla data del bilancio consolidato. <i>D. Lgs 127/91 art. 30 comma 3</i>	Redazione di un bilancio annuale intermedio, ovvero possibilità di consolidamento dello stesso bilancio con data di chiusura diversa, purché la differenza temporale non sia superiore a tre mesi, modificando eventualmente i valori per tenere conto degli eventi significativi avvenuti nell'intervallo temporale. <i>IAS 27 Par. 22 e 23.</i>
Finalità (Clausola generale)	Chiarezza e rappresentazione veritiera e corretta. <i>D. Lgs 127/91 art. 29 comma 2</i>	Utilità delle informazioni contabili ai fini decisionali <i>IAS 1 Par. 9</i>
Principi di redazione	Prudenza e competenza <i>C.C. art. 2423-bis comma 1</i>	Competenza e continuità della gestione <i>IAS 1 Par. 25 e 27</i>
Rigidità degli schemi di Stato patrimoniale e Conto Economico	Elevata. È prevista solo la possibilità di suddividere e raggruppare le voci, nonché l'obbligo di adattare e di aggiungere voci se necessario per una maggiore chiarezza <i>C.C. art. 2423 ter commi 2-4</i>	Esigua. È previsto solo un elenco minimo di voci. <i>IAS 1 Par 54 e 82.</i>
Criterio di classificazione dell'attivo dello	Destinazione <i>C.C art. 2424-bis comma 1</i>	Corrente / non corrente, ovvero liquidità <i>IAS 1 Par. 60 e 63</i>

Stato Patrimoniale		
Criterio di classificazione del passivo dello Stato Patrimoniale	Natura <i>C.C. art. 2424 Comma 1</i>	Corrente / non corrente, ovvero liquidità <i>IAS 1 Par. 60 e 63</i>
Criterio di classificazione del Conto economico	Natura. <i>C.C. art. 2425 Comma 1</i>	Natura o destinazione. <i>IAS 1 Par. 102 e 103</i>
Moneta di conto per la redazione del consolidato	Euro <i>D. Lgs 127/91 art. 29 comma 6</i>	La moneta tramite cui l'impresa opera normalmente e genera principalmente i valori economici e finanziari <i>IAS 21 par. 9</i>
Teoria di consolidamento alla base del metodo integrale	Teoria della capogruppo	Teoria modificata della capogruppo ovvero teoria dell'entità
Eliminazione saldi infragruppo	Possibilità di deroghe <i>D. Lgs 127/91 art. 30 comma 3</i>	Esclusione di qualsiasi deroga <i>IAS 27 Par. 20</i>
Differenze di consolidamento negative	Se derivanti dalla previsione di risultati economici sfavorevoli devono essere imputate ad un fondo consolidamento per rischi ed oneri futuri. Se relative ad un buon affare, devono essere iscritte a patrimonio netto in un'apposita riserva di consolidamento. <i>D. Lgs 127/91 art. 33 comma 3</i>	Rivisitazione delle stime dei fair value delle attività e passività identificabili della controllata, e successivo eventuale accredito al Conto Economico Complessivo come provento. <i>IFRS 3 par. 36</i>
Differenze di consolidamento positive	Se scaturenti da avviamento, devono essere iscritte nell'attivo della situazione patrimoniale-finanziaria, con la voce "differenza di consolidamento", e sottoposte ad un processo di ammortamento salvo, eventuali svalutazioni. Se derivanti da un cattivo affare, devono essere iscritte a detrazione della riserva di consolidamento (se esistente), ovvero addebitate al Conto economico consolidato. <i>D. Lgs 127/91 art. 33 comma 3</i>	Se derivanti da avviamento, devono essere iscritte nell'attivo consolidato come avviamento e sottoposte a un processo di impairment test con cadenza almeno annuale. <i>IFRS 3 par. 33</i>

## CAPITOLO 3

### LA VALUTAZIONE DEI GRUPPI AZIENDALI

#### *1. Introduzione*

Tra i principali filoni di studi sviluppatasi negli ultimi anni, un ruolo di primo piano riveste quello legato alla stima del valore delle aziende, intese come combinazioni di elementi materiali e immateriali, connesse da vincoli di interrelazione all'ambiente esterno.

Come noto, il valore di un oggetto si differenzia sostanzialmente dal suo prezzo poiché non rappresenta un dato oggettivo, determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta, ma deriva da un processo di stima, che per sua natura presenta caratteristiche di soggettività<sup>306</sup>.

Assegnare un valore a un'entità complessa quale un'azienda, necessita dell'implementazione di un processo assai articolato, il quale sottende competenze nell'analisi delle dinamiche di numerose aree, tra cui:

- pianificazione e controllo;
- finanza;
- marketing;
- organizzazione;

---

<sup>306</sup>“La valutazione non è un problema esclusivamente quantitativo. La sintesi numerica promanante da questa operazione costituisce un apprezzamento sul modo di essere di un bene economico e sul modo in cui questo entra a far parte di un determinato ordine di cose”. GIANNESI E., *Appunti di economia aziendale*, Pacini, Pisa, 1979.

- R&S;
- contabilità<sup>307</sup>.

L'esame di tali funzioni, infatti, rappresenta il presupposto sostanziale per cogliere tutti gli aspetti in grado di influenzare il valore di un'azienda, al fine di articolare un adeguato processo di stima<sup>308</sup>.

In linea generale, valutare un'impresa si traduce nella stima di una particolare configurazione di capitale conosciuta come "capitale economico"<sup>309</sup>. In particolare, possiamo definire il capitale economico come il valore di un'azienda determinato in modo oggettivo, sulla base delle condizioni tecnico-

---

<sup>307</sup> Per approfondimenti, si veda BRESCIA G., *Le perizie di stima delle aziende*, Maggioli editori, 1999, p. 19 e ss.

<sup>308</sup> Secondo il Damodaran la valutazione di un'azienda si concretizza nelle risposte alle seguenti domande:

“- What are the cash flows that will be generated by the existing investments of the company?

- How much value, if any, will be added by future growth?
- How risky are the expected cash flows from both existing and growth investments, and what is the cost of funding them?
- When will the firm become a stable growth firm, allowing us to estimate a terminal value?”.

DAMODARAN A., *The dark side of valuation*, Financial Times, 2009, p. 3.

Secondo il Caramiello, «La valutazione diviene l'attestazione della «consistenza patrimoniale» e della «capacità reddituale», poiché l'essenza della dinamica dell'azienda si traduce nella forza economica del suo capitale intesa come «attitudine a produrre redditi»», CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda. Prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, 1993.

<sup>309</sup> La dottrina ha individuato differenti configurazioni di capitale:

- capitale di costituzione, ovvero il capitale riferito al momento della nascita dell'azienda, rappresentato di norma, dalle disponibilità liquide e dai beni apportati;
- capitale di liquidazione o di stralcio, stimato al termine dell'attività imprenditoriale, dove i singoli elementi attivi e passivi, vengono valutati senza tener conto dell'appartenenza ad un sistema, in base al valore di realizzo o di estinzione;
- capitale di funzionamento, volto a misurare il capitale dell'azienda in funzionamento, concepito come l'insieme di elementi coordinati e finalizzati alla gestione futura;
- capitale di trasferimento, determinato ai fini del trasferimento dell'azienda.

Il capitale economico si inquadra in tale ultima configurazione di capitale, quando la valutazione è posta in essere da un perito indipendente.

operative in essere al momento della valutazione, nell'ottica di un generico investitore<sup>310</sup>.

Tale configurazione di capitale, considerate la complessità del processo di stima e le finalità che si propone, non viene determinata con cadenza periodica, come accade per quello di funzionamento, bensì in particolari momenti della vita aziendale, prevalentemente in sede di operazioni di finanza straordinaria<sup>311</sup>.

In questi ultimi anni, tali operazioni hanno interessato, anche in Italia, una particolare tipologia di entità aziendale, ovvero quella dei gruppi di imprese. All'analisi del processo valutativo di tali aggregazioni, è rivolto il presente lavoro.

---

<sup>310</sup> Secondo il Ferrero, il capitale economico rappresenta «il valore astratto, determinabile solo in via teorica, attribuibile al sistema aziendale inteso, nel suo complesso come entità cui corrisponde un'attitudine economica, duratura nel tempo, a produrre reddito». Cfr. Ferrero G., *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè 1966, pag. 5.

Per Zanda «il capitale economico rappresenta una particolare configurazione del capitale di trasferimento che si evidenzia nel momento in cui al requisito oggettivo (cessione, intesa in senso lato, del complesso aziendale), si affianca il requisito soggettivo della posizione di perito indipendente del soggetto valutatore». ZANDA G., *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli editore, Torino, 1996, p. 3 (questo lo hai citato dopo, quindi penso sia quello giusto).

<sup>311</sup> In particolare, i principali campi in cui la valutazione dell'azienda può essere impiegata riguardano:

- l'ambito delle garanzie societarie;
- l'ambito delle strategie di sviluppo, di integrazione e di ristrutturazione;
- l'ambito della formazione del bilancio;
- l'ambito delle stime di performance periodica delle imprese.

Per approfondimenti si consiglia la lettura di GUATRIL-BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005, p. 4 e ss.

## ***2. Le tecniche utilizzate nella valutazione dei gruppi aziendali***

Per la stima del capitale economico dei gruppi aziendali non sussiste una metodologia universalmente efficace per tutte le aggregazioni. Infatti, la poliedricità del fenomeno non permette di sintetizzare in un unico schema di riferimento le diverse tipologie di gruppi esistenti.

In tal senso, in dottrina per la valutazione di siffatte entità sono state sviluppate due tecniche distinte, ovvero:

- la metodologia sintetica;
- la metodologia analitica.

Alla base delle divergenze tra i metodi in oggetto vi è una differente concezione del gruppo aziendale: entità unitaria e coesa nell'ottica della prima tecnica; aggregazione eterogenea secondo la visione analitica.

Tale differenza si riflette, in particolare, sulle modalità tecnico-operative del processo di valutazione: attraverso la metodologia sintetica il capitale economico del gruppo viene determinato sulla base delle informazioni reperibili nei documenti redatti dal gruppo quale entità unitaria; mediante la tecnica analitica la medesima stima avviene per sommatoria di valori autonomi e interdipendenti, legati alle società ovvero alle aree di affari in cui il gruppo opera.

### ***3. La tecnica di valutazione sintetica***

La metodologia di stima sintetica determina il valore del capitale economico di un gruppo sulla base dei documenti da esso redatti in qualità di entità autonoma rispetto alle imprese di cui si compone, in *primis* il bilancio consolidato e i piani strategici di sviluppo.

L'utilizzo dei documenti consolidati come principali *input* del processo valutativo consente di determinare in maniera più agevole e snella il valore economico del gruppo, in quanto i principali dati da impiegare nella stima vi trovano già espressione.

In aggiunta, l'impiego di tali informazioni nel processo di stima autorizza a tralasciare una fase complessa ed articolata, come può essere considerata quella relativa all'analisi delle operazioni *intercompany*.

Nell'ottica del gruppo, infatti, gli effetti di tutte le operazioni effettuate tra le imprese appartenenti all'aggregazione e non concretizzate con entità esterne, devono essere escluse ai fini della valutazione, in quanto non modificatrici delle condizioni patrimoniali, finanziarie ed economiche dell'entità complessivamente considerata.

L'utilizzo del bilancio consolidato, che per costruzione risulta depurato degli effetti delle operazioni *intercompany*, garantisce di non incorrere in errori derivanti da mancate rettifiche e permette di velocizzare l'intero processo.

Un ulteriore aspetto positivo legato all'uso della documentazione sintetica riguarda la stima delle sinergie che si sviluppano all'interno dell'aggregazione. Infatti, il bilancio consolidato, basandosi su dati che per loro natura incorporano il valore dei benefici collegati all'interdipendenza tra le diverse

aziende del gruppo, riesce a cogliere direttamente e autonomamente il valore delle economie di gruppo<sup>312</sup>.

A fronte dei vantaggi connessi all'impiego dei documenti consolidati come input del processo valutativo, è necessario considerare alcune limitazioni legate in particolare:

- al grado di omogeneità delle imprese appartenenti al gruppo;
- al livello di stabilità della struttura dell'aggregazione.

Infatti, nel caso di eterogeneità tra le società del raggruppamento in termini di rischiosità e prospettive di crescita, i dati consolidati perderebbero di significatività, in quanto rappresentativi di flussi non omogenei, sicché inconfrontabili. Allo stesso modo, nel caso di eccessiva mobilità delle partecipazioni detenute, i risultati storici esposti nel consolidato, rifletterebbero situazioni eterogenee ed influenzate dalla dinamica della composizione dell'aggregazione.

Considerati tali aspetti, e associati alle caratteristiche dei gruppi viste in precedenza, è dunque pacifico ritenere che la tecnica sintetica si presta prevalentemente alla valutazione dei gruppi economici<sup>313</sup>.

---

<sup>312</sup> I vantaggi sinergici derivanti dall'operare in un contesto super-aziendale «possono riguardare l'organizzazione in quanto le aziende del gruppo utilizzano servizi comuni (ricerca e sviluppo, ricerche di mercato, manutenzione e riparazione, reclutamento, selezione e addestramento del personale, consulenza contabile, finanziaria e fiscale, ecc.), il marketing (pubblicità di gruppo, marchio di gruppo, comunanza dei canali di distribuzione, vendite reciproche, ecc.), la produzione (economie di scala produttive, possibilità di acquisire commesse/ordini che sarebbero precluse alla singola azienda, ecc.), la finanza (possibilità di ottenere dalla società capogruppo buone condizioni di finanziamento per quanto riguarda i tempi di reperimento del denaro, il costo e la quantità, ecc.)». ZANDA G.-LACCHINI M.-ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 1992, p.92.

<sup>313</sup> Infatti, si può ragionevolmente supporre che aziende operanti in settori omogenei o affini, presentino medesimi livelli di rischiosità e prospettive di crescita. All'interno dei gruppi economici, inoltre, si generano forti interdipendenze tra le imprese che impediscono, di fatto, un'elevata mobilità delle partecipazioni.

### ***3.1 Le metodologie basate sull'attualizzazione dei rendimenti.***

La stima del capitale economico di un gruppo aziendale attraverso la metodologia sintetica, di fatto, si sostanzia nell'applicazione di una tecnica valutativa alle grandezze di sintesi espresse dai risultati consolidati. Talvolta, nella prassi, accanto ad una metodologia principale, si è soliti impiegare una tecnica di controllo al fine di confermare e rafforzare i valori ottenuti con l'impiego del primo metodo.

In relazione a tali metodologie, è possibile osservare che anche per i gruppi possono essere impiegate tutte le tecniche utilizzate nella valutazione delle aziende individuali, salvo i necessari adeguamenti.

Tra le metodologie di stima diffuse nella prassi, un ruolo predominante è rivestito da quelle incentrate sull'attualizzazione dei rendimenti aziendali.

Tali tecniche, considerate razionali e universali dalla dottrina<sup>314</sup>, si fondano sul principio che il valore di un'impresa sia legato alla sua capacità di generare ritorni economico-finanziari. Pertanto, il processo valutativo si concreta nella capitalizzazione dei rendimenti che la stessa è in grado di generare nei periodi futuri: rendimenti espressi, rispettivamente, dai redditi nel modello reddituale, e dai flussi di cassa in quello finanziario.

---

<sup>314</sup> Per approfondimenti si veda GUATRI L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Egea, 1996, p. 22 e ss.

### **3.1.1 Metodologia reddituale**

Come noto, la variabile fondamentale su cui poggia il metodo in oggetto è costituita dal reddito che un'impresa è in grado di generare nel tempo.

In funzione della tipologia di rendimento considerato, è possibile distinguere:

- l'approccio *equity-side*, incentrato sui redditi netti;
- l'approccio *asset-side*, focalizzato sui redditi lordi.

Il primo, permette la determinazione del valore del capitale economico di un'azienda in maniera diretta, mentre il secondo solo in via indiretta, ossia, sottraendo al valore del *firm value* quello dei debiti finanziari.

Al fine di cogliere gli aspetti peculiari di entrambi gli approcci, si procederà ad una loro analisi separata.

#### **3.1.1.1 L'equity approach nella metodologia reddituale**

Il linea di principio, la stima del capitale economico di un gruppo aziendale mediante la metodologia reddituale nella versione *equity-side* potrebbe essere effettuata sulla base della seguente relazione:

*Sub.1*

$$W_h = \frac{RN}{i_{mp}}$$

dove:

$W_h$ , è il valore del capitale economico del gruppo di spettanza della holding;

$RN$ , è il reddito netto medio normale del gruppo;

$i_{mp}$ , è il saggio di congrua remunerazione dei portatori del capitale di rischio.

Tuttavia, l'utilizzo di tale formula è piuttosto infrequente, in quanto poggia su una serie di presupposti difficilmente riscontrabili nella realtà contemporaneamente<sup>315</sup>.

In particolare, con riferimento ai gruppi aziendali, è necessario verificare l'assenza di azionisti di minoranza. Un eventuale loro investimento nel capitale di rischio delle partecipate, infatti, inciderebbe sulla destinazione del flusso reddituale complessivo prodotto dal gruppo, in quanto, una parte, sarebbe loro riservata. Sicché anche la *sub.1* dovrà essere riadattata a tale nuovo scenario, come verrà evidenziato fra breve<sup>316</sup>.

In alternativa alla *Sub.1*, quando il gruppo non si trova in condizioni di stabilità già al momento della valutazione, è possibile utilizzare la seguente formula:

### *Sub.2*

---

<sup>315</sup> In particolare, è necessario supporre una vita illimitata del gruppo e la costanza dei redditi futuri. Una variante della formula proposta è quella che prevede l'impresa crescere costantemente ad un tasso  $g$  nel tempo, secondo la seguente:

$$W_h = \frac{RN * (1 + g)}{i_{mp} - g}$$

Dove,

$g$ , rappresenta il tasso di crescita dei redditi attesi del gruppo;  
 $RN$  e  $i_{mp}$  assumono il significato già indicato.

Per approfondimenti si veda Romagnoli, 105

<sup>316</sup> Ad ogni modo, è opportuno precisare che la formula proposta nella *Sub.1* può essere integrata nel caso in cui la holding sia in possesso di ulteriori partecipazioni non consolidate. Dal punto di vista valutativo, queste ultime possono essere trattate alla stregua di investimenti accessori (*Surplus Asset*) e aggiunte nella formula rispettivamente come segue:

$$W = \frac{RN}{i_{mp}} + \% \text{ di possesso delle altre partecipazioni}$$

dove, i parametri indicati assumono il significato noto.

$$W_h = \sum_{k=1}^n \frac{RN_k}{(1 + i_{mp})^k} + TV$$

dove:

$W_h$ , è il valore del capitale economico del gruppo di spettanza della holding;

$RN_k$ , sono i redditi netti puntuali stimati per il periodo di previsione esplicita;

$i_{mp}$ , è il tasso di congrua remunerazione del capitale dell'impresa;

$TV$ , rappresenta il valore finale dell'entità considerata.

In sostanza la *Sub.2* estende il periodo di previsione analitica dei flussi reddituali per un periodo di  $n$  anni, ovvero quello necessario a raggiungere una situazione di equilibrio<sup>317</sup>: per determinare il valore economico del capitale del

---

<sup>317</sup> In sostanza deve raggiungere una situazione per cui sia in grado di autorigenerare le risorse necessarie al mantenimento della capacità di reddito nel tempo.

gruppo, al valore attuale di tali flussi, dovrà essere aggiunto, successivamente, il cosiddetto *terminal value*<sup>318</sup>.

Come accennato, l'utilizzo delle formule finora evidenziate presuppone il possesso da parte della controllante dell'intero pacchetto azionario delle società controllate. Tuttavia, di sovente, nella realtà l'investimento della holding nel capitale di rischio delle partecipate è più contenuto, in modo da sfruttare i benefici connessi all'effetto della leva azionaria.

In presenza di azionisti di minoranza, la valutazione del gruppo nell'ottica della holding richiede di prendere in considerazione esclusivamente il reddito di pertinenza della capogruppo, in quanto parte del flusso reddituale complessivo prodotto dal gruppo è di competenza delle *minorities*. Pertanto, in formule avremo:

---

<sup>318</sup> Il terminal value rappresenta il valore attuale dell'aggregazione al termine del periodo di previsione analitica. Tra le principali tecniche utilizzate per la sua determinazione ricordiamo:

- il modello della crescita costante (*Perpetual Growth Rate Method* o *Modello di Gordon*);
- la tecnica del flusso atteso in perpetuo (conosciuta anche come formula della convergenza);
- il valore di liquidazione dell'attivo;
- l'approccio dei multipli d'uscita (*Exit Multiples Method*, o *Direct Comparison Model*).

A livello empirico la metodologia più utilizzata è quella basata sulla tecnica di Gordon, che negli approcci equity side, può essere così sintetizzata:

$$TV = \frac{RN_n(1 + g)}{i - g} (1 + i_{mp})^{-n}$$

Dove,

$RN_n$ , è il reddito netto stimato con riferimento all'ultimo anno di previsione esplicita;

$i_{mp}$ , indica il costo del capitale di rischio;

$g$ , rappresenta il tasso di crescita atteso dei risultati netti.

Per approfondimenti sulle modalità di stima di tale parametro si veda MECHELLI A., *La stima del valore finale nella valutazione del capitale economico d'impresa. Profili teorici ed evidenze empiriche*, Giuffrè, 2004.

### Sub.3

$$W_h = \frac{RN_h}{i_{mp}}$$

Dove,

$RN_h$ , rappresenta il reddito netto di spettanza della holding;  
gli altri parametri assumono il significato noto.

La principale problematica inerente l'applicazione della formula esposta riguarda la determinazione del reddito netto di spettanza della holding che, anche in presenza di bilanci consolidati redatti secondo l'ottica dell'integrazione globale, risulta poco agevole: in tutti i casi, infatti, il conto economico consolidato, non è in grado di distinguere i costi e i ricavi del gruppo tra quelli di competenza della holding e quelli delle *minorities*.

Pertanto, al fine mantenere i vantaggi in termini di semplicità e celerità relativi all'utilizzo dei documenti consolidati, nella pratica valutativa si ricorre ad alcune semplificazioni: in particolare, all'interno delle formule considerate, si mantiene il reddito netto di gruppo a cui si applica un coefficiente  $\alpha$ , pari al rapporto tra il patrimonio netto contabile della capogruppo e il patrimonio netto contabile del gruppo espresso nel bilancio consolidato<sup>319</sup>:

### Sub.4

$$W_h = \frac{RN}{i_{mp}} * \alpha$$

### Sub.5

---

<sup>319</sup> Vedi ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, Edizioni Kappa, Roma, 1997, p. 123

$$W_h = \left\{ \sum_{k=1}^n \frac{RN_k}{(1 + i_{mp})^k} + TV \right\} * \alpha$$

dove:

$$\alpha = \frac{Patr.Netto\ holding}{Patr.Netto\ gruppo}$$

e gli altri parametri assumono il significato noto

In sostanza, attraverso tale procedura il capitale economico del gruppo di spettanza della holding viene determinato in proporzione alla quota di patrimonio netto contabile di pertinenza della stessa capogruppo.

Tuttavia, l'applicazione della formula esposta è riservata solo ad alcune tipologie di gruppi con azionisti di minoranza. In particolare, l'impiego è subordinato all'analisi dei seguenti fattori:

- leva azionaria;
- omogeneità in termini di redditività.

Innanzitutto, la formula risulta inappropriata nei casi in cui la holding eserciti l'attività di controllo delle partecipate mediante una quota limitata di investimento nel capitale di rischio: in tale circostanza, infatti, il risultato espresso dalla formula indicata porterebbe ad una sottovalutazione del capitale economico del gruppo di spettanza della holding perché non verrebbe considerata l'entità, importante, dei premi di maggioranza<sup>320</sup>.

---

<sup>320</sup> I premi di maggioranza riflettono i benefici di varia natura legati al controllo di una società. Tale particolare parametro verrà trattato in seguito con riferimento alla metodologia tradizionale. Per approfondimenti sul tema, si consiglia, GUATRI L.–BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op. cit., pagg. 896 e ss.

Inoltre, la formula indicata non può essere applicata quando le imprese del gruppo presentano differenti profili di rischio, e pertanto difformi livelli di redditività: la relazione di proporzionalità espressa dal coefficiente  $\alpha$ , infatti, si fonda sull'ipotesi di perfetta omogeneità tra la redditività delle imprese del gruppo.

Nel caso in cui i profili di rischio delle diverse imprese divergano è possibile che i parametri da utilizzare per la valutazione della capogruppo (il reddito medio normale atteso e il tasso di attualizzazione) siano diversi da quelli impiegabili per la stima del valore di spettanza degli azionisti di minoranza. Pertanto, l'adozione della *Sub.4* comporterebbe una valutazione distorta dell'entità del capitale economico del gruppo di spettanza della holding. In particolare, se ne otterrebbe una sopravvalutazione nei casi in cui le società con elevata presenza di soci di minoranza presentassero livelli di redditività superiori rispetto a quelle aziende in cui sono meno rilevanti le quote di capitale dei terzi, ed una sottovalutazione nel caso opposto.

Prima di affrontare l'approccio asset-side, sembra opportuno accennare ad alcuni aspetti riguardanti i parametri utilizzati nelle formule analizzate in precedenza.

In particolare, la determinazione del flusso reddituale richiede in primo luogo un processo di analisi e normalizzazione dei redditi passati al fine di ricavare informazioni utili per l'estrapolazione dei *trend* futuri.

Tuttavia, nelle valutazioni dei gruppi aziendali, ancora più che in quelle delle aziende individuali, occorre prestare attenzione alla significatività dei risultati storici, in quanto sono più frequenti le fattispecie che ne possono inficiare la validità.

In primo luogo è necessario analizzare la struttura del gruppo in relazione al grado di *turn-over* delle partecipazioni. Infatti, un gruppo caratterizzato dalla continua mutazione delle compagini societarie, presenta risultati consolidati non omogenei nel tempo, in quanto influenzati da tali dinamiche: in simili ipotesi, i risultati storici perdono gran parte della propria utilità ed un eventuale impiego per la determinazione dei redditi prospettici potrebbe provocare distorsioni nella stima del capitale economico complessivo. Pertanto, in simili circostanze, l'utilizzo dei dati contenuti nel bilancio consolidato deve essere effettuato in maniera consapevole e ponderata<sup>321</sup>.

Altra problematica legata alla normalizzazione dei redditi del gruppo è quella relativa all'impossibilità di individuare, attraverso il consolidato, le singole poste oggetto di normalizzazione.

Tale questione emerge soprattutto in sede di eliminazione di oneri e proventi estranei alla gestione ordinaria nonché di rettifica delle politiche di bilancio attuate dalle partecipate: la focalizzazione sui dati consolidati, infatti, non permette di indagare la natura e l'origine delle poste in oggetto. Pertanto, in tali circostanze, al fine di operare le corrette rettifiche, risulta indispensabile l'analisi dei bilanci individuali delle società.

Una peculiarità tipica del processo di normalizzazione dei redditi dei gruppi riguarda il trattamento delle differenze da consolidamento, ovvero quelle poste iscritte in bilancio nell'ipotesi in cui il prezzo di acquisto di una partecipazione superiore rispetto alla correlativa quota di patrimonio netto. In tutti i casi in cui tale differenza sia attribuita ad avviamento, ai fini di evitare una sottosta della

---

<sup>321</sup> In particolare, è necessario affiancare all'utilizzo dei tradizionali metodi statistici fondati sui dati storici (come il metodo dei risultati storici e quello della proiezione dei risultati storici) ulteriori metodologie orientate ai risultati prospettici (come il metodo dei risultati programmati, il metodo dell'innovazione e le previsioni degli analisti. Per approfondimenti si veda PATERNOSTRO S., *La valutazione dei gruppi aziendali*, in SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 372.

capacità reddituale passata del gruppo, si rende necessario integrare i redditi storici del valore delle quote di ammortamento relative a tali poste.

Un distinto parametro che merita approfondimento nell'ottica dei gruppi aziendali è costituito dal tasso di attualizzazione, che nell'approccio *levered* è rappresentato dal tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

In linea generale, il costo del capitale proprio, conosciuto anche come rendimento equo dei mezzi propri, può essere interpretato come il rendimento del capitale atteso in gruppi aventi il medesimo profilo di rischio dell'entità oggetto di valutazione.

Il saggio in oggetto può essere scisso idealmente in due componenti, volte a remunerare:

- il decorrere del tempo;
- il rischio.

Sicché, in formula avremo:

*Sub.6*

$$i_{mp} = i_1 + i_2$$

dove,

$i_{mp}$ , rappresenta il costo dei mezzi propri;

$i_1$ , indica la remunerazione per gli investimenti privi di rischio<sup>322</sup>;

$i_2$ , rappresenta il premio per il rischio.

---

<sup>322</sup> Tale parametro è conosciuto anche con la sigla *rf* (risk free).

Il compenso per il decorrere del tempo (*price of time*) viene normalmente riferito alla redditività degli investimenti privi di rischi: l'indicatore base comunemente accettato è costituito dal rendimento lordo dei titoli di Stato a lungo termine, al cui valore devono essere scorporate, per coerenza, sia l'inflazione attesa che l'imposizione fiscale media<sup>323</sup>.

Il premio per il rischio, nella formula  $i_2$ , rappresenta l'intensità del rischio legato all'investimento nell'azienda oggetto di valutazione<sup>324</sup>.

Esistono differenti tecniche per la determinazione quantitativa di tale parametro, tra cui il Capital Asset Pricing Model (C.A.P.M.) che rappresenta l'opzione prevalentemente impiegata nella prassi professionale<sup>325</sup>.

---

<sup>323</sup> Attualmente, nella prassi valutativa italiana vengono presi in considerazione i rendimenti dei BTP a 10 anni. L'inflazione attesa può essere scorporata dal tasso nominale mediante seguente formula, detta di Fischer:

$$i_1 = \frac{1 + \text{tasso di int. nominale}}{1 + \text{tasso di inflazione}} - 1$$

Per approfondimenti si consiglia, Fischer I., *Appreciation and interest*, Macmillan, 1896.

<sup>324</sup> In particolare, il premio per il rischio rappresenta il surplus che gli investitori richiedono per investire in titoli rischiosi piuttosto che in quelli risk-free. La stima di tale premio dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- aspetti generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del Paese, ecc.;
- dinamiche settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Per approfondimenti, si consiglia DI LAZZARO F., *I tassi nella determinazione del capitale economico aziendale*, Giuffrè, 1990, pp. 39 e ss.

Il modello in oggetto, sviluppato attorno alla metà degli anni Sessanta si basa sulla seguente relazione:<sup>326</sup>

*Sub.7*

$$i_2 = \beta ( rm - i_1 )$$

dove,

$i_2$ , rappresenta il premio atteso per il rischio delle azioni (*market risk premium*),

<sup>325</sup> Tra le altre metodologie per il calcolo del premio per il rischio ricordiamo l'*Arbitrage Pricing Theory* (APT) e il procedimento fondato sulla *regola di Stoccarda*.

Secondo il modello dell'APT il premio per il rischio atteso di un'azione dipende dalla sua sensibilità a generici fattori macroeconomici che influenzano i rendimenti. In formula:

$$i_2 = b_1 ( R_{fattore1} - i_1 ) + b_2 ( R_{fattore2} - i_1 ) + \dots + b_n ( R_{fattoren} - i_1 )$$

dove,

$b_1, b_2, b_n$ , rappresentano la sensibilità di ogni singola azione rispetto ai fattori;

$(R_{fattoreX} - i_1)$ , rappresenta il premio per il rischio richiesto dagli investitori che sopportano il rischio espresso dalla variazione inattesa di tali fattori.

Tra le principali critiche rivolte a tale modello, la più importante riguarda l'individuazione dei fattori rilevanti: infatti, il compito di determinarli è riservato, in modo più o meno discrezionale, agli economisti. Ad ogni modo, secondo indagini statistiche, i fattori che sembrano di maggior peso riguardano le variazioni inattese del livello di attività industriale e del tasso di inflazione. Per approfondimenti sull'APV si consiglia la lettura di: BREALEY R.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, op.cit..

Il procedimento basato sulla regola di Stoccarda rappresenta una regola empirica, diffusa soprattutto in passato, che stima il premio per il rischio in misura corrispondente all'abbattimento dei flussi netti da scontare, sulla base della seguente proporzione:

$$\frac{R - x\%R}{i_1} = \frac{R}{i_1 + i_2}$$

Da cui con alcuni semplici passaggi matematici si ottiene:

$$i_2 = i_1 * \frac{x\%}{1 - x\%}$$

dove:

$i_1$ , è il tasso free risk;

$i_2$ , è il premio per il rischio;

x, è la percentuale in base alla quale si intende abbattere i flussi di reddito, variabile tra il 10% e il 30%.

R, è il flusso di reddito netto da considerare.

<sup>326</sup> Il CAPM fu proposto da William Sharpe in uno storico contributo nel 1964, e poi fu, successivamente e indipendentemente, sviluppato da Lintner (1965) e Mossin (1966).

$rm$ , indica il rendimento espresso dal mercato azionario;  
 $i_1$ , raffigura la remunerazione per gli investimenti privi di rischio;  
 $\beta$ , rappresenta il coefficiente *beta*<sup>327</sup>.

Il CAPM stabilisce una relazione tra il rendimento di un titolo e la sua rischiosità, misurata tramite un unico fattore di rischio, denominato *beta*<sup>328</sup>. Tale parametro, in particolare esprime la parte di rischio non diversificabile associata a un titolo, e permette di correggere, in aumento o in diminuzione, il rischio medio espresso dal mercato di riferimento adattandolo alla specifica azienda<sup>329</sup>.

Per le imprese quotate il *beta* può essere direttamente reperito dalle statistiche di borsa, mentre per quelle non quotate è necessaria una determinazione analitica<sup>330</sup>. Beta inferiori all'unità individuano aziende meno rischiose rispetto

---

<sup>327</sup> Per approfondimenti si rimanda all'ampia letteratura presente sull'argomento, tra cui: GUATRI L.-BINIM., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op.cit., p. 353 e ss.

<sup>328</sup> In particolare, il *beta* rappresenta la covarianza standardizzata degli extrarendimenti del titolo rispetto all'extrarendimento del portafoglio di mercato.

<sup>329</sup> Il CAPM si basa sull'assunto che il rischio sistematico, a differenza di quello non sistematico, non può essere ridotto attraverso un'opportuna diversificazione del portafoglio.

<sup>330</sup> In particolare, per il calcolo del *beta* possono essere applicate due metodologie: la prima, consistente nel calcolo del *beta* medio di settore su un campione di aziende comparabili quotate (in tal senso è poi opportuno correggere tale coefficiente per tenere conto delle specifiche caratteristiche operative e finanziarie dell'impresa target); la seconda, basata sui dati contabili dell'impresa, secondo la seguente formula:

$$B_l = \frac{cov(ROE_{k,t}; ROE_{m,t})}{\delta(ROE_{m,t})}$$

Dove:

$B_l$ , è il *beta* levered dell'azienda da valutare;

$cov(ROE_{k,t}; ROE_{m,t})$ , è la covarianza dei rendimenti dell'azienda da valutare e quelli del mercato entrambi considerati all'epoca  $t$ ;

$\delta(ROE_{m,t})$ , è la varianza dei rendimenti del mercato.

Per approfondimenti si consigliano: BREALEY R.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, op. cit.; HAMADA, *Portfolio analysis, market equilibrium and corporate finance*, in *Journal of Finance*, n. 24, 1969.

alla media del mercato, mentre coefficienti superiori ad uno descrivono imprese più rischiose rispetto alla media del mercato<sup>331</sup>.

Le considerazioni sopra esposte in merito alla determinazione del tasso *free risk* e del premio per il rischio per le aziende, nell'ottica del gruppo, rimangono valide esclusivamente in presenza di aggregazioni omogenee, circoscritte nell'ambito territoriale di un unico Paese.

Qualora, infatti, il gruppo fosse composto da entità localizzate in Stati differenti ed operanti in settori eterogenei, ciascuna partecipata presenterebbe, ovviamente, un profilo di rischio divergente. Sicché, venendo a mancare le condizioni di omogeneità richieste per la determinazione del tasso come sopra esposto, è necessario ricorrere ad ulteriori modelli.

In tal senso, una soluzione proposta dalla dottrina, è quella di considerare un tasso di attualizzazione medio ponderato tra quelli osservati, dove i pesi sono costituiti dal rapporto tra il valore economico della partecipazione e il valore economico del gruppo<sup>332</sup>. In formula, avremo:

*Sub.8*

$$I_{mpw} = \frac{\sum_k^n \sum_j^m i_{wkj} * W_{kj}}{\sum_k^n \sum_j^m W_{kj}}$$

dove:

$i_{mpw}$ , è il tasso di attualizzazione dei flussi di reddito netti normali attesi dal gruppo considerato come entità unitaria;

---

<sup>331</sup> È il caso tipico delle aziende start-up, caratterizzate da un alto grado di rischio finanziario e profitti estremamente volatili.

<sup>332</sup> Per approfondimenti, vedasi ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, op.cit., p. 113.

$i_{wkj}$ , è il tasso di attualizzazione stimato nelle due componenti, *risk free rate* e *risk premium* riferito all'area di affari che opera nel k-esimo settore economico e nella j-esima area geografica;

$W_{kj}$ , è il valore economico dell'area d'affari che opera nel k-esimo settore economico e nella j-esima area geografica<sup>333</sup>.

In particolare, attraverso tale modello il tasso viene determinato in base a una media ponderata dei tassi riferiti alle  $n$  attività svolte dal gruppo e alle  $m$  aree geografiche nelle quali si espande l'attività delle società, ponderati con i valori dei capitali economici attribuibili alle  $n \times m$  aree d'affari.

Appare interessante osservare che, nel caso in cui il gruppo fosse circoscritto nell'ambito di un unico Paese, è possibile ipotizzare che solo la componente  $i_2$  del tasso debba essere determinata in funzione dei diversi profili di rischio riferibili all'azienda, in quanto il tasso *free risk*, risulterebbe tendenzialmente omogeneo poiché riferito a contesti simili.

---

<sup>333</sup> In tal senso deve essere rilevato che l'applicazione di tale soluzione «comporterebbe un tipico problema di circolarità: il valore economico del gruppo (necessario per la ponderazione dei diversi tassi di attualizzazione) può essere stimato solo attraverso un procedimento valutativo che non può concludersi senza avere prima determinato il valore del tasso. Per cui, paradossalmente, non sarebbe possibile determinare il tasso senza avere prima stimato il valore economico del gruppo e viceversa non può determinarsi il valore economico del gruppo senza prima aver determinato il tasso. A ciò si aggiunge la difficoltà di determinare il valore economico delle singole partecipazioni senza avere realizzato una specifica valutazione delle stesse. Una soluzione a queste problematiche sarebbe quella di utilizzare (se le aziende sono quotate in mercati regolamentati) come riferimento la capitalizzazione di borsa oppure i valori di libro riferiti sia al gruppo che alle singole imprese». PATERNOSTRO S., *La valutazione dei gruppi aziendali*, in SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 374

### 3.1.1.2 L'asset approach nella metodologia reddituale

La metodologia reddituale *unlevered* stima il capitale economico del gruppo di pertinenza della holding in via indiretta, ovvero determinando, dapprima, l'*enterprise value*, e sottraendovi, successivamente, il valore di mercato dei debiti finanziari.

In assenza di azionisti di minoranza, la valutazione può essere implementata sulla base delle seguenti:

*Sub.9*

$$W = \frac{RO (1 - t)}{i_{ci}} - PFN$$

*Sub.10*

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{RO_k (1 - t_k)}{(1 + i_{ci})^k} + TV - PFN$$

dove,

*RO*, rappresenta il reddito operativo normale del gruppo;

*t*, rappresenta l'aliquota fiscale prevista;

*i<sub>ci</sub>*, rappresenta il costo medio ponderato del capitale;

*PFN*, rappresenta il valore di mercato dei debiti finanziari del gruppo;

*RO<sub>k</sub>*, rappresenta il reddito operativo previsto nei singoli esercizi di previsione analitica;

*t<sub>k</sub>*, rappresenta l'aliquota fiscale nei vari anni di previsione esplicita;

*TV*, rappresenta il *terminal value*<sup>334</sup>.

Analogamente a quanto osservato nell'approccio *equity side*, la formula indicata nella *Sub.9* potrà essere utilizzata qualora il gruppo, già al momento della valutazione, sia in condizione di equilibrio. In caso contrario, dovrà essere impiegata la formula *Sub.10*, la quale estende il periodo analitico di previsione per *n* anni, ovvero per il periodo necessario alla stabilizzazione dei redditi aziendali.

Anche in questo caso appare opportuno esporre alcune considerazioni riguardo i parametri considerati nelle formule.

In primo luogo, con riguardo alla normalizzazione del reddito operativo medio normale atteso di gruppo è necessario rettificare la quota di ammortamento relativa alle differenze di consolidamento iscritte nell'attivo dello stato patrimoniale consolidato.

Per quanto riguarda la stima della posizione finanziaria netta, nella prassi vengono considerati tre approcci:

- attualizzare gli oneri finanziari consolidati relativi a un numero di anni pari a quello considerato per la stima del flusso di reddito operativo normale, sulla base del costo del finanziamento del gruppo<sup>335</sup>;
- considerare il valore di mercato dei debiti finanziari;

---

<sup>334</sup> Il terminal value, secondo il modello di Gordon nella versione *asset side*, è così determinato:

$$TV = \frac{RO_n(1 - t_n)(1 + g)}{i_{ci} - g} \times (1 + i_{ci})^{-n}$$

Dove,

$RO_n$ , è il reddito operativo stimato con riferimento all'ultimo anno di previsione esplicita;

$g$ , rappresenta il tasso di crescita atteso dei redditi operativi;

$t_n$ , indica l'aliquota fiscale prevista per l'anno  $n$ ;

$i_{ci}$ , esprime il costo medio ponderato del capitale di gruppo.

<sup>335</sup> Cfr. Romagnoli I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, op.cit., p. 116

- utilizzare l'ammontare dei debiti finanziari netti iscritti in bilancio.

Per quanto riguarda il tasso di attualizzazione, il modello *unlevered*, impiega la media ponderata dei saggi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento.

In formule, avremo:

*Sub.11*

$$i_{ci} = \left\{ i_{mp} * \frac{E}{E+D} \right\} + \left\{ i_d * (1 - t_c) * \frac{D}{E+D} \right\}$$

dove,

*E*, rappresenta il valore del capitale proprio;

*D*, rappresenta il valore del capitale di terzi, ovvero dei debiti finanziari;

*i<sub>mp</sub>*, rappresenta il costo del capitale proprio;

*i<sub>d</sub>*, rappresenta il tasso di interesse sui debiti onerosi;

*t<sub>c</sub>*, rappresenta l'aliquota fiscale<sup>336</sup>.

Tale saggio, conosciuto in dottrina anche come *wacc (Weighted Average Cost of Capital)*, rispecchia il rendimento-opportunità delle diverse forme di finanziamento in proporzione alle contribuzioni relative di ciascuna di esse al totale della dotazione del capitale aziendale.

Circa la stima dei parametri utili per la determinazione del *wacc*, deve essere preliminarmente precisato che, in caso di gruppi omogenei in termini di attività esercitate e di aree geografiche, non si presentano particolari

---

<sup>336</sup> Nella formula il costo del debito è diminuito per effetto della deducibilità degli interessi passivi in base all'aliquota fiscale *t<sub>c</sub>* (scudo fiscale). Tuttavia, parte della dottrina sottolinea che tale approccio risulta assai pericoloso e tende a sottostimare il costo del debito. Un'alternativa, sviluppata nella prassi, potrebbe essere quella di utilizzare un'aliquota fiscale *t<sub>c</sub>* più bassa di quella normale, in modo da contenere il beneficio associato al debito.

problematiche: si può considerare il gruppo come entità unitaria e fare riferimento ai dati contenuti nel bilancio consolidato <sup>337</sup>.

Nel caso di gruppi operanti in settori di attività differenti, ovvero in più Paesi, anche in questo caso, la soluzione proposta dalla dottrina è quella di considerare un saggio medio ponderato dei tassi riferibili a ciascuna area d'affari considerata. <sup>338</sup>

Per la stima di tale parametro è possibile utilizzare il seguente algoritmo:

*Sub.12*

$$i_{wdg} = \frac{\sum_k^n \sum_j^m i_{wdkj} \times (W_{kj} + D_{kj})}{\sum_k^n \sum_j^m (W_{kj} + D_{kj})} =$$

$$= \frac{\sum_k^n \sum_j^m \left( i_{wkj} \times \frac{W_{kj}}{W_{kj} + D_{kj}} + i_{dkj} \times \frac{D_{kj}}{W_{kj} + D_{kj}} \right) \times (W_{kj} + D_{kj})}{\sum_k^n \sum_j^m (W_{kj} + D_{kj})}$$

dove:

$i_{wdg}$ , è il costo medio ponderato del capitale del gruppo;

$i_{wdkj}$ , è il costo medio ponderato dell'area d'affari che opera nel  $k$ -esimo settore e nella  $j$ -esima area geografica;

$i_{wkj}$ , rappresenta il tasso di congrua remunerazione del capitale investito nel  $k$ -esimo settore economico e nella  $j$ -esima area geografica;

---

<sup>337</sup> In tal senso deve essere precisato che «i parametri che definiscono la struttura finanziaria del gruppo dovrebbero essere considerati ai rispettivi valori di mercato. Tuttavia, al fine di semplificare il processo, è possibile fare ricorso ai dati contabili riguardanti un arco di tempo coerente con quello considerato ai fini della stima degli altri parametri». Romagnoli I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, op.cit., p. 117.

<sup>338</sup> Per approfondimenti si veda Romagnoli I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, op.cit., p. 118.

$i_{dkj}$ , è il tasso di remunerazione del capitale di credito mediante il quale è stata finanziata la *k-esima* area d'affari del gruppo di imprese che opera nella *j-esima* area geografica;

$W_{kj}/(W_{kj}+D_{kj})$  e  $D_{kj}/(W_{kj}+D_{kj})$ , sono i pesi da considerare ai fini della stima del costo medio ponderato del capitale riferito al *k-esimo* settore e alla *j-esima* area geografica;

$(W_{kj}+D_{kj})$ , rappresenta il valore economico delle attività nette investite nell'area d'affari che opera nel *k-esimo* settore e nella *j-esima* area geografica. È appena il caso di precisare che il valore del parametro in questione potrebbe essere stimato, per semplicità, facendo riferimento a quanto risultante dai dati contabili relativi alle singole aree d'affari.

Come si evince chiaramente dalla formula, siffatta modalità di determinazione del saggio di attualizzazione richiede l'elaborazione di un'ingente mole di informazioni. In particolare, è necessario analizzare non solo i dati del consolidato, ma anche quelli rinvenibili nei bilanci individuali delle singole partecipate, con enorme dispendio di tempo e di energia<sup>339</sup>.

Considerazioni analoghe a quanto esposto in precedenza possono essere condotte in relazione alle metodologie unlevered in presenza di azionisti di minoranza.

Tuttavia, in tali circostanze è opportuno prestare attenzione alle grandezze presenti all'interno del bilancio consolidato: in particolare, è necessario considerare che lo stato patrimoniale non esprime la posizione finanziaria effettiva dell'aggregazione (non essendo possibile distinguere i debiti dei terzi

---

<sup>339</sup> Per approfondimenti sui metodi utilizzabili per la determinazione del costo medio ponderato del capitale in caso di aziende multi business si veda: COPELAND T.- KOLLER T.- MURRIN F., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore, 2002.

da quelli del gruppo), e il conto economico non distingue, a livello di risultato operativo, fra la quota di pertinenza della holding e quella delle *minorities*.

Pertanto, anche in questo caso, al ricorrere di determinate circostanze<sup>340</sup>, può essere conveniente stimare un coefficiente  $\alpha$ , pari al reciproco della leva azionaria, da applicare al risultato operativo complessivo del gruppo sulla base della seguente:

*Sub.13*

$$W_h = \frac{RO_k (1 - t_h)}{1 + i_{cih}} - \frac{OF_h (1 - t_h)}{i_{wh}(1 + t_h)} = \alpha * \left[ \frac{RO_g (1 - t_g)}{1 + i_{ci}} - \frac{OF_g (1 - t_g)}{i_d(1 + t_c)} \right]$$

dove, i parametri assumono i significati noti.

### **3.1.2 La metodologia finanziaria**

I metodi finanziari si basano, come noto, sulle medesime logiche e gli stessi presupposti di quelli reddituali. In luogo dei redditi, tuttavia, vengono utilizzati come parametro espressivo del valore del gruppo, i flussi di cassa<sup>341</sup>.

---

<sup>340</sup> Ovvero in presenza di omogeneità in termini di redditività tra le imprese del gruppo e livelli moderati di leva azionaria.

<sup>341</sup> Il modello finanziario, che presenta numerosi aspetti positivi, tuttavia non è esente da critiche. Il limite principale riguarda la configurazione di flusso impiegata nella formula: in particolare, l'utilizzo del free cash flow (ovvero un flusso di cassa "aggiustato"), in luogo del flusso di cassa grezzo, ritenuto correttamente stimatore distorto della capacità dell'azienda di generare rendimenti futuri, fa perdere alla metodologia il requisito della piena oggettività; pertanto, da questo punto di vista, può essere equiparato al modello reddituale.

Per un elenco esaustivo delle critiche al modello finanziario si consiglia, tra gli altri, GUATRI L.– BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op. cit.

Pertanto, nei paragrafi seguenti, verranno evidenziate esclusivamente le divergenze esistenti con quelli reddituali, rinviando a quanto esposto in precedenza, per gli aspetti comuni.

### ***3.1.2.1 L'equity approach nella metodologia finanziaria***

Le metodologie finanziarie, analogamente a quanto visto per quelle reddituali, possono essere implementate sulla base di due approcci fondamentali, quello *levered*, oggetto di analisi di questo paragrafo, e quello *unlevered*.

L'approccio *equity side* basa la stima del capitale economico del gruppo di pertinenza della holding sui flussi di cassa disponibili per i conferenti del capitale di rischio (FCFE)<sup>342</sup>.

Coerentemente con l'approccio adottato, il tasso di attualizzazione dovrà essere costituito dal costo del capitale di rischio ( $i_{mp}$ ).

Pertanto, in assenza di azionisti di minoranza, un gruppo in condizioni di equilibrio al momento della stima, potrà essere valutato sulla base della seguente:

*Sub.14*

$$W = \frac{FCFE}{i_{mp}}$$

dove,

---

<sup>342</sup>Ricordiamo che i flussi di cassa disponibili per gli azionisti sono così determinati:

- Margine operativo lordo
- Ammortamenti e accantonamenti
- = Reddito operativo
- Interessi passivi
- Imposte sull'utile pre-tax
- = Risultato netto
- + Ammortamenti e accantonamenti
- ± Variazione capitale fisso e circolante
- ± Variazione Fondo TFR
- ± Versamenti/Rimborsi di capitale
- ± Accensione/Estinzione di finanziamenti
- = Flusso di cassa disponibile per gli azionisti (FCFE)

$FCFE$ , rappresentano i flussi di cassa disponibili per i conferenti del capitale di rischio;

$i_{mp}$ , rappresenta il costo del capitale di rischio.

In alternativa, quando il gruppo non presenta al momento della stima flussi di cassa stabili, può essere impiegata la seguente formula basata su flussi puntuali:

*Sub.15*

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCFE_k}{(1 + i_{mp})^k} + TV$$

dove,

$FCFE_k$ , rappresentano i flussi di cassa puntuali disponibili per i conferenti del capitale di rischio nel periodo di proiezione analitico;

$i_{mp}$ , rappresenta il costo del capitale di rischio;

$n$ , rappresenta il periodo, espresso in numero di anni, di proiezione analitica;

$TV$ , rappresenta il terminal value.

L'assenza di azionisti di minoranza semplifica naturalmente la determinazione dei parametri contenuti nella formula, in quanto potranno essere utilizzate le informazioni presenti nel bilancio consolidato come principale fonte di riferimento<sup>343</sup>.

---

<sup>343</sup> È bene precisare che a differenza di quanto visto per la metodologia reddituale, il processo di normalizzazione dei flussi di cassa non riguarderà l'ammortamento delle differenze di consolidamento, poiché essendo quest'ultimo un onere non monetario, non è in grado di influenzare i flussi di cassa del gruppo.

In presenza di azionisti di minoranza, le formule considerate si modificano come segue:

*Sub.16*

$$W_h = \frac{FCFE_h}{i_{mph}}$$

*Sub.17*

$$W_h = \sum_{k=1}^n \frac{(FCFE_h)_k}{(1 + i_{mph})^k} + TV_h$$

Dove,

$W_h$ , rappresenta il capitale economico del gruppo di spettanza della holding,

$FCFE_h$ , rappresenta la quota di flussi di cassa levered di competenza della holding;

$i_{mph}$ , rappresenta il costo del capitale di rischio della holding;

$TV_h$ , rappresenta il valore terminale del gruppo di pertinenza della holding<sup>344</sup>.

Con riferimento al calcolo dei parametri valgono le medesime considerazioni viste in precedenza con riguardo alla metodologia reddituale. Pertanto, per la stima dei flussi di cassa di spettanza della holding è necessario ipotizzare, al ricorrere delle condizioni già esaminate in precedenza, una relazione di proporzionalità tra il coefficiente  $\alpha$  e il rapporto tra il patrimonio netto contabile della capogruppo e il patrimonio netto contabile del gruppo espresso nel bilancio consolidato. In mancanza di tale presupposto si renderà necessaria

---

<sup>344</sup> Per coerenza, nel caso si utilizzasse il modello di Gordon, il terminal value, dovrà essere determinato sulla base dei flussi di cassa di pertinenza della holding.

l'esame dei singoli documenti delle società (bilanci e piani prospettici) al fine di individuare analiticamente i flussi di cassa di spettanza della holding.

### 3.1.2.2 *L'asset approach nella metodologia finanziaria*

Il metodo finanziario nell'approccio asset-side focalizza l'attenzione sui flussi di cassa lordi, ovvero quelli inerenti l'attività operativa dell'azienda, conosciuti in gergo come Free Cash Flow From Operation (FCFO)<sup>345</sup>.

---

<sup>345</sup> Analiticamente, gli FCFO vengono così determinati:

$$\begin{aligned} & \text{Fatturato} \\ - & \text{ Costo del venduto (esclusi gli interessi passivi e le imposte) } \\ = & \text{ EBIT} \\ + & \text{ Ammortamenti su beni materiali e immateriali } \\ = & \text{ EBITDA (Margine Operativo Lordo)} \\ - & \text{ Imposte sull'EBITDA} \\ + & \text{ Accantonamenti} \\ \pm & \text{ Variazione capitale circolante operativo} \\ \pm & \text{ Variazione capitale fisso operativo} \\ \pm & \text{ Variazione Fondo TFR } \\ = & \text{ Free Cash Flow from Operation (FCFO)} \end{aligned}$$

Per ulteriori approfondimenti si consiglia la lettura di BREALEY R.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, op.cit.

La determinazione del capitale economico del gruppo, pertanto, avviene in maniera indiretta, come differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari netti.

In formule, in condizioni di stabilità e in assenza di azionisti di minoranza, avremo:

*Sub.18*

$$W = \frac{FCFO (1 - t)}{i_{ci}} - PFN$$

dove,

$W$ , rappresenta il valore economico del gruppo aziendale;

$FCFO$ , rappresenta il flussi operativo medio normale di gruppo;

$t$ , rappresenta l'aliquota fiscale del gruppo;

$i_{ci}$ , rappresenta il costo medio ponderato del capitale di gruppo;

$PFN$ , rappresenta il valore dei debiti finanziari di gruppo al netto della liquidità.

Alternativamente, può essere impiegata la seguente formula, che ricordiamo, presuppone il raggiungimento delle condizioni di equilibrio dopo un numero  $n$  di anni:

*Sub.19*

$$W = \sum_{k=1}^n \frac{FCFO_k (1 - t)}{(1 + i_{ci})^k} + TV - PFN$$

dove,

$FCFO_k$ , rappresentano i flussi operativi puntuali di gruppo per ciascun periodo di proiezione esplicita;  
TV, rappresenta il *terminal value*<sup>346</sup>;  
gli altri parametri assumono il significato noto.

In relazione alla stima del tasso di attualizzazione si rinvia a quanto esposto in precedenza a proposito della metodologia reddituale nella versione asset-side. Allo stesso modo si rimanda al paragrafo precedente per quanto concerne la presenza di azionisti di minoranza, giacché rimangono valide tutte le considerazioni espresse relative al modello finanziario nella versione equity side.

### 3.2 Le metodologie patrimoniali

Le metodologie patrimoniali determinano il capitale economico di un'entità sulla base delle risorse a disposizione del gruppo nel momento della valutazione: in particolare, tali tecniche si fondano sul principio di valutazione

---

<sup>346</sup> In questa circostanza la stima del terminal value basata sul modello di Gordon nella versione asset side, può essere così sintetizzata:

$$TV = \frac{FCFO_n(1-t)(1+g)}{i_{ci}-g} (1 + i_{ci})^{-n}$$

dove:

$FCFO_n$ , rappresenta il flusso di cassa operativo stimato con riferimento all'ultimo anno di previsione esplicita considerato crescente a partire dall'anno  $n$ ;

$g$ , rappresenta il tasso di crescita dei flussi di cassa lordi;

gli altri parametri assumono il significato noto.

analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale<sup>347</sup>.

In funzione del trattamento riservato ai beni intangibili, si distinguono due procedimenti di stima di natura patrimoniale:

- il metodo patrimoniale semplice;
- il metodo patrimoniale complesso.

Il metodo patrimoniale semplice stima il valore economico del capitale del gruppo in base al capitale netto contabile opportunamente rettificato<sup>348</sup>.

In formule:

*Sub.20*

$$W = K'$$

dove,

$W$ , rappresenta il valore del capitale economico del gruppo;

$K'$ , indica il patrimonio netto rettificato del gruppo.

La determinazione del capitale netto rettificato segue un processo articolato nelle seguenti fasi:

---

<sup>347</sup> Cfr. GUATRI L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica a confronto*, Egea, Milano, 1990.

<sup>348</sup> In tal senso deve essere rilevato che il principale vantaggio riconosciuto alla tecnica patrimoniale è rappresentato dalla semplicità applicativa. Di contro, i principali limiti legati all'impiego di tale metodologia sono connessi alla valutazione del sistema dei rischi delle differenti aziende. Per approfondimenti sul metodo patrimoniale si veda, tra gli altri, ZANDA G.-LACCHINI M.-ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, op.cit.

1. individuazione e revisione degli elementi attivi e passivi contabilizzati nel bilancio consolidato<sup>349</sup>;
2. riespressione delle poste attive sulla base dei valori correnti, e di quelle passive in funzione dei valori di presunta estinzione<sup>350</sup>;
3. determinazione del patrimonio netto rettificato di gruppo, mediante somma algebrica degli elementi considerati.

Il metodo patrimoniale complesso, a differenza di quello semplice, non si limita a considerare nella stima esclusivamente gli *assets* materiali, bensì estende la propria analisi anche ai beni intangibili non considerati in bilancio<sup>351</sup>. In sostanza, al patrimonio netto rettificato, determinato come sopra esposto, dovrà essere aggiunto il valore degli *intangibles*<sup>352</sup>.

In formule, avremo:

#### *Sub.21*

$$W = K' + A$$

---

<sup>349</sup> La fase della revisione mira a verificare la reale consistenza del patrimonio, attraverso l'accertamento di eventuali sovrastime per gli elementi attivi, ovvero sottostime delle passività. Tale attività, agevolata nel caso di bilanci certificati, deve estendersi, con riferimento ai gruppi, necessariamente ai bilanci individuali delle singole società. Infatti, essendo il consolidato è un bilancio di secondo livello, un eventuale errore contabile di una controllata si rifletterebbe in modo automatico nel consolidato, vanificando l'intero processo di stima.

<sup>350</sup> Il valore corrente di ciascun elemento dell'attivo e del passivo può essere determinato attraverso il criterio del valore presunto di realizzo, ovvero tramite valore di sostituzione. Per approfondimenti, si consiglia la lettura di , ZANDA G.-LACCHINI M.-ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, op.cit.

<sup>351</sup> Per approfondimenti sul trattamento dei beni immateriali non contabilizzati, si consiglia tra gli altri: RENOLDI A., *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Egea, Milano, 1992; RICCIARDI A., FABBRINI G., *Intangible assets. Principi contabili, modalità di reporting e tecniche di valutazione*, Franco Angeli, 2007.

<sup>352</sup> Nella prassi, gli *intangibles* maggiormente considerati in questa fase sono prevalentemente costituiti dal know-how, dalle risorse umane, dalle licenze, dalle autorizzazioni, dai marchi, dai brevetti, dalle insegne e dalle concessioni. Per approfondimenti, si rimanda a CHIACCHIERINI C., *Valore dei beni immateriali e vantaggio competitivo*, Cedam, Padova, 1995.

dove,

$A$ , rappresenta il valore complessivo degli elementi immateriali non contabilizzati;

gli altri parametri assumono i significati noti.

Tra le peculiarità del metodo patrimoniale complesso rientra il trattamento riservato alle differenze di consolidamento. Infatti, tali componenti potrebbero generare duplicazioni di valore con la stima degli *intangibles* non considerati in bilancio. Di conseguenza, al fine di evitare di incorrere in tale svista si reputa opportuno azzerare le differenze di consolidamento eventualmente presenti in bilancio<sup>353</sup>.

In presenza di azionisti di minoranza, il valore economico del gruppo di pertinenza della holding sarà così composto:<sup>354</sup>

*Sub.22*

$$W_h = K_h' + A_h$$

dove,

$W_h$ , rappresenta il capitale economico del gruppo di spettanza della holding;

$K_h'$ , rappresenta il patrimonio netto contabile di pertinenza della holding;

$A_h$ , rappresenta la quota parte del valore degli elementi immateriali non contabilizzati di competenza della holding.

In merito alla determinazione del valore degli intangibili di spettanza della holding da considerare nella *sub.22*, è opportuno distinguere tre fattispecie:

---

<sup>353</sup> Tale fase si rende necessaria in particolare al fine di evitare l'eventuale doppia contabilizzazione dell'avviamento di gruppo, il quale nella metodologia complessa viene determinato in modo autonomo.

<sup>354</sup> Per semplicità si omettono formule e considerazioni circa il metodo patrimoniale semplice, in quanto assimilabili.

- 1) se l'intangibile produce benefici esclusivamente ad un'impresa del gruppo, all'interno della formula sopra esposta, dovrà essere considerato per un valore proporzionale alla quota di partecipazione che la holding detiene nel capitale di tale società;
- 2) nell'ipotesi in cui l'*intangibile* produca benefici a tutte le società del gruppo, la quota di spettanza della holding potrà essere calcolata applicando al valore dell'intangibile un coefficiente pari al rapporto tra il capitale netto della holding e il capitale netto del gruppo;
- 3) se l'intangibile produce benefici solo ad alcune società del gruppo la quota di spettanza della holding dovrà essere calcolata applicando al valore dell'intangibile un coefficiente ottenuto dal rapporto tra la somma del patrimonio netto della holding e di quello delle imprese che posseggono il bene e il patrimonio netto contabile complessivo delle stesse imprese<sup>355</sup>.

### ***3.3 Il metodo misto patrimoniale-reddituale***

Il modello misto patrimoniale-reddituale<sup>356</sup>, conosciuto anche come modello anglosassone, rappresenta un punto di contatto tra la metodologia reddituale e quella patrimoniale<sup>357</sup>.

Tale metodo, infatti, stima il valore del capitale economico di un gruppo come somma tra patrimonio netto rettificato, determinato sulla base del

---

<sup>355</sup> Per approfondimenti si rimanda a ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, op.cit., p. 152 e ss.

<sup>356</sup> Tale metodologia è conosciuta anche come metodo patrimoniale con stima autonoma dell'avviamento.

<sup>357</sup> Per approfondimenti sul metodo misto patrimoniale-reddituale si consiglia la lettura di GUATRI L.-BINIM., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op.cit.

processo patrimoniale, ed un componente aggiuntivo denominato sovrareddito (ovvero sottoreddito).

In formule, dunque avremo:

*Sub.23*

$$W = K + (R - i_{mp} K) a_{\overline{n}|i'}$$

dove,

$K$ , rappresenta il patrimonio netto rettificato calcolato in base al metodo patrimoniale semplice o complesso;

$R$ , indica il reddito netto medio normale atteso del gruppo;

$i_{mp}$ , rappresenta il tasso di congrua remunerazione del capitale di gruppo;

$i'$ , indica il tasso di attualizzazione del sovra/sottoreddito<sup>358</sup>;

$n$ , rappresenta il periodo in cui si presume sia conseguibile il sovrareddito<sup>359</sup>.

---

<sup>358</sup> Per attualizzare il sovrareddito parte della dottrina ritiene opportuno considerare un tasso free risk. Tuttavia, l'utilizzazione di un tasso simile «sarebbe razionale solo se il sovra (sotto) flusso fosse certo, o comunque, privo di rischio. Invero, è pacifico che il valore in parola non solo è rischioso, ma, in teoria, per valori positivi, lo è ancora in misura superiore al flusso corrispondente al patrimonio netto rettificato ( $K'$ )». D'AMICO E.-LAGHI E., *I metodi misti*, in D'AMICO E.-LAGHI E., *Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche*, Kappa, Roma, 1996, p. 72 ss.

<sup>359</sup> La formula in oggetto riguarda naturalmente l'approccio *equity side*. Per completezza, è opportuno ricordare che anche per il modello misto è possibile impiegare un approccio *asset-side*, sulla base della seguente:

$$W = CIN + [(RO - i_{ci} * CIN)a_{\overline{n}|i_{ci}}] - D$$

dove,

$CIN$ , rappresenta il valore corrente delle attività operative;

$i_{ci}$ , rappresenta il costo ponderato del capitale;

$D$ , rappresenta il valore di mercato dei debiti finanziari del gruppo considerato; gli altri parametri assumono il significato noto.

Il secondo addendo della formula *Sub.23* rappresenta il sovrareddito (sottoreddito), ovvero il maggior (minor) reddito che il gruppo è in grado di generare rispetto alla media delle altre entità presenti nel settore di riferimento. In sostanza, esprime la differenza tra il reddito medio prospettico del gruppo e reddito considerato equo<sup>360</sup>. Si parla di sovrareddito, nel caso in cui tale differenziare risulti positivo, di sottoreddito, invece, nel caso opposto.

In merito al periodo di attualizzazione di siffatto componente del modello misto, empiricamente è stato riscontrato un periodo medio attorno ai cinque anni; in tal senso è opportuno precisare, che difficilmente è possibile giustificare un'estensione dell'orizzonte temporale superiore a tale arco.

L'attualizzazione separata dei due addendi della formula, ossia reddito equo e sovrareddito, evidenzia il collegamento che tale metodologia presenta con gli altri metodi citati: il valore attuale del reddito equo esprime il valore patrimoniale, mentre il valore attuale del sovrareddito rappresenta l'avviamento del gruppo<sup>361</sup>.

Sulla scia di tale considerazione, parte della dottrina ritiene che il metodo in oggetto rappresenti una spiegazione della composizione del valore economico di un'impresa, articolato nel valore patrimoniale e nel *goodwill/badwill*, piuttosto che un'autonoma metodologia di valutazione.

In assenza di azionisti di minoranza, i parametri contenuti nella formula sono facilmente determinabili grazie all'ausilio dei documenti consolidati. Ai fini della normalizzazione dei redditi, si ricorda che risulta necessario elidere le eventuali differenze di consolidamento presenti nel bilancio consolidato, così come analizzato in precedenza.

---

<sup>360</sup> Il reddito equo esprime il rendimento che remunera congruamente gli investitori nel capitale aziendale in base ai rendimenti attesi.

<sup>361</sup> Nel caso in cui si fosse in presenza di sottoreddito, il relativo valore attuale costituirebbe il *badwill*.

In presenza di azionisti di minoranza, invece, la formula indicata dovrà essere così modificata:

*Sub.24*

$$W_h = K_h + (R_h - i_{mph} K_h) a_{n|i_h}$$

dove,

$W_h$ , indica il valore economico del gruppo di spettanza della capogruppo;

$K_h$ , rappresenta il patrimonio netto rettificato di spettanza della holding;

$R_h$ , indica il reddito netto medio normale atteso di pertinenza della società controllante;

$i_{mph}$ , rappresenta il tasso di congrua remunerazione del capitale di spettanza della holding;

$i_h'$ , indica il tasso di attualizzazione del sopra/sottoreddito;

$n$ , rappresenta il periodo in cui si presume sia conseguibile il sopra/sottoreddito.

Circa la definizione dei parametri, con riferimento al patrimonio netto rettificato di spettanza della holding, al reddito netto medio normale attribuibile alla capogruppo e al tasso di congrua remunerazione del capitale della stessa capogruppo, si rinvia a quanto analizzato nei paragrafi precedenti.

### ***3.4 Metodi diretti di stima***

I metodi di stima diretti determinano il capitale economico di un gruppo aziendale sulla base dei prezzi, ovvero dei multipli, espressi dal mercato per l'entità considerata o per aggregazioni simili a quella oggetto di valutazione.

Tali metodologie si fondano sull'assunto che il mercato sia in grado di determinare in modo oggettivo il valore di un'impresa. Tuttavia, in tal senso è necessario tenere presente che:

- i prezzi espressi dal mercato manifestano errori di sopra o sottovalutazione, derivanti da fenomeni esterni<sup>362</sup>;
- talvolta i mercati borsistici possono quotare solo una parte del capitale dell'impresa, da cui consegue che il prezzo di quotazione non esprime il valore complessivo del capitale economico dell'azienda;
- le variazioni di valore, in alcune circostanze, possono non riflettersi immediatamente sul valore di scambio dei titoli.

Ad ogni modo le metodologie dirette di stima possono essere così classificate:

- metodi diretti in senso stretto;
- metodi basati su moltiplicatori empirici.

I metodi diretti in senso stretto trovano riscontro nelle quotazioni di mercato dell'entità oggetto di valutazione, se quotata, ovvero nel valore di borsa di entità similari, nel caso in cui il gruppo considerato non sia quotato.

---

<sup>362</sup> Un ruolo di primo piano in tal senso è riservato alle azioni speculative degli investitori mirate a gonfiare o ridurre artificialmente il valore delle azioni. Per approfondimenti sul tema si veda: TAMAROWSKI C., *Il corporate discount nella valutazione dei gruppi: inquadramento teorico e problemi di misurazione in Italia*, in Finanza, Marketing e Produzione, n. 2, 1997.

In particolare, nel caso di aggregazioni quotate, il capitale economico sarà fatto pari al valore di quotazione, sulla base della seguente:

*Sub.25*

$$W = \sum_{i=0}^n P_i \times m_i$$

dove:

$W$ , è il valore del capitale economico del gruppo oggetto di stima;

$P_i$ , è il prezzo di borsa di un'azione della  $i$ -esima categoria (ordinaria, privilegiata,...);

$m_i$ , è il numero delle azioni della  $i$ -esima categoria che formano il capitale sociale della holding oggetto di valutazione.

Nel caso di entità non quotate, le metodologie dirette in senso stretto stimano il capitale economico dell'aggregazione in oggetto sulla base dei prezzi di mercato di gruppi quotati simili per caratteristiche.

In formule avremo:

*Sub.26*

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W_i^s \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

in cui:

$W$ , è il valore del capitale economico del gruppo non quotato;

$W_i^S$ , rappresenta il capitale economico dell'i-esima azienda quotata del campione (determinato attraverso la Sub.25);

$p_i$ , indica il peso attribuito alla i-esima azienda del campione, determinato in funzione del rispettivo grado di somiglianza rispetto all'azienda oggetto di valutazione.

La tecnica in oggetto, apparentemente di agevole applicazione, trova un limite importante nel caso dei gruppi aziendali con riguardo, in particolare, all'individuazione di aggregazioni con caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione: infatti, tale processo risulta essere più complesso rispetto a quello delle aziende individuali, in quanto sono più numerose le variabili da dover ponderare.

Innanzitutto, è fondamentale considerare il grado di somiglianza in termini dimensionali e di settori di riferimento. Considerando le differenti strategie di diversificazione che un gruppo può implementare e la variabilità della sua struttura, non è agevole individuare aggregazioni su tali aspetti paragonabili. Stesse problematiche riguardano la comparabilità della redditività, dei profili di rischio e delle prospettive di crescita. Infine, in presenza di azionisti di minoranza, un ulteriore parametro può complicare la ricerca di gruppi simili, ovvero il livello di concentrazione. In sostanza è necessario considerare solamente gruppi che presentano un medesimo livello di leva azionaria, che ricordiamo, esprime il rapporto tra patrimonio netto del gruppo e patrimonio netto di pertinenza della holding.

In alternativa, ai metodi diretti in senso stretto, possono essere impiegati quelli basati sui moltiplicatori empirici, che determinano il valore del capitale economico di un gruppo attraverso il prodotto tra un parametro considerato

espressivo del valore dell'aggregazione e un multiplo desunto dal mercato. In sintesi, tale metodologia si basa sulla seguente equivalenza:

*Sub.27*

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T = \left(\frac{P}{k}\right)_s$$

dove:

$(W/k)_T$ , è il moltiplicatore che esprime il rapporto tra il valore del capitale economico del gruppo oggetto di stima e la grandezza espressiva di detto valore (reddito, *cash flow*, patrimonio netto);

$(P/k)_s$ , rappresenta il moltiplicatore riferito al campione di gruppi quotati con caratteristiche simili, ottenuto dal rapporto tra la media dei prezzi pagati e la stessa grandezza  $k$  considerata ai fini della valutazione.

Pertanto, il valore economico del gruppo oggetto di valutazione potrà essere calcolato sulla base della seguente:

*Sub.28*

$$W = \left(\frac{P}{k}\right)_s \times k_T$$

Dove, i parametri assumono il significato noto.

I moltiplicatori utilizzabili nella formula possono essere di tipo *equity side* ovvero *asset side*<sup>363</sup>. L'utilizzo dei primi, che impiegano al numeratore una grandezza espressiva del capitale netto, permette di stimare direttamente il capitale economico del gruppo considerato; l'impiego dei secondi (in cui al numeratore è posta una grandezza espressiva del capitale investito), invece, conduce alla stima del *firm value*: la determinazione del capitale economico del gruppo, avviene pertanto, in via indiretta, sottraendo al *firm value* il valore della posizione finanziaria netta<sup>364</sup>.

Una problematica peculiare inerente i moltiplicatori empirici dei gruppi aziendali riguarda il numeratore del multiplo, ovvero il prezzo medio pagato per le entità osservate nel campione: tale valore, infatti, essendo riferito a quote di minoranza delle holding, incorpora uno sconto di minoranza, che deve essere considerato in sede di valutazione, attraverso la rettifica in aumento dell'importo relativo<sup>365</sup>.

In aggiunta, è necessario operare un'ulteriore correzione per i gruppi non quotati: in particolare, è indispensabile decurtare il valore economico, come sopra determinato, per tener conto dello sconto di liquidità legato alla minore negoziabilità dei titoli del gruppo in oggetto rispetto a quelli considerati nel campione.

---

<sup>363</sup> Tipici multipli *equity side* sono: *P/E* (prezzo/utile netto), *P/CF* (prezzo/cash flow), *P/EBIT* (prezzo /reddito operativo); *P/EBITDA* (prezzo/reddito operativo lordo), *P/BV* (prezzo/patrimonio netto). Esempi di multipli *assets side* sono costituiti da: *EV/EBIT* (capitale investito/reddito operativo), *EV/EBITDA* (capitale investito/reddito operativo lordo), *EV/S* (capitale investito/fatturato).

<sup>364</sup> Per approfondimenti sul tema dei moltiplicatori si consiglia la lettura di GUATRI L.-BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2002; GUATRI L.-BINI M., *L'uso dei multipli ai fini della formulazione di giudizi di valore*, La valutazione delle aziende, 2000, n. 18; GUATRI L.-BINI M., *Multipli "aggiustati" e "multipli clean"*, La valutazione delle aziende, 2002, n. 24 – 25; GUATRI L., BINI M., *Veri e falsi multipli di valore: una rilettura concettuale*, in La valutazione delle aziende, 2001, n. 22.

<sup>365</sup> Per approfondimenti sul tema, si consiglia, tra gli altri, ONESTI T., *Sconti di minoranza e sconti di liquidità*, Cedam, Padova, 2002.

Con riguardo al parametro utilizzato come grandezza espressiva delle performance aziendali ( $k_T$ ) è necessario considerare che, in presenza di azionisti di minoranza, deve essere stimato in funzione della quota di pertinenza della holding<sup>366</sup>. In tali circostanze, dunque, sarà necessario analizzare anche i documenti analitici delle società, limitando così, di fatto, i vantaggi legati al ricorso a tale tecnica.

Considerate le diverse criticità delle metodologie dirette, soprattutto in relazione all'individuazione di entità comparabili, una parte della dottrina suggerisce di impiegare detti metodi, ancora oggi, e soprattutto per i gruppi aziendali, come strumento di controllo per la verifica dei risultati ottenuti con altre metodologie valutative<sup>367</sup>.

---

<sup>366</sup> Ad esempio nel caso in cui la scelta del parametro  $k_T$  ricada sul reddito del gruppo, è necessario considerare solo la porzione di spettanza della holding.

<sup>367</sup> Cfr. PATERNOSTRO S., *La valutazione dei gruppi aziendali*, in SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p. 389.

#### ***4. La tecnica analitica di valutazione***

L'alternativa all'impiego della metodologia sintetica per la stima del capitale economico dei gruppi aziendali è costituita dalla tecnica analitica, nelle varianti dell'approccio *tradizionale* (conosciuta anche con la denominazione di tecnica a cascata), e di quello per *somma di parti*. Tali approcci determinano un valore del gruppo composito, derivante dalla valutazione autonoma delle singole società, nel primo caso, ovvero dei singoli business in cui opera il gruppo, nel secondo.

Nei paragrafi successivi, verrà dapprima analizzata la tecnica analitica *tradizionale*, e successivamente verrà approfondita la tecnica per somma di parti.

##### ***4.1 La metodologia tradizionale***

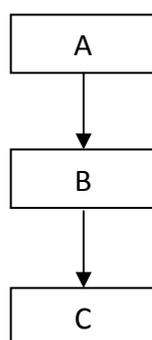
La tecnica *tradizionale* stima il valore di un gruppo come la somma del capitale economico della controllante e di quello *pro-quota* detenuto nelle partecipate.

In sostanza, la valutazione della holding muove dal bilancio individuale che essa redige come entità autonoma, sostituendo al valore contabile delle partecipazioni detenute, quello economico, in funzione della percentuale di possesso azionario.

Tuttavia, la valutazione delle singole società non dovrà essere effettuata in funzione della stima di un astratto capitale economico, ma nell'ottica di gruppo. In particolare, per ciascuna entità si dovranno considerare le sinergie derivanti dall'operare in un'aggregazione più ampia, sulla base di una logica "as is" e non *stand alone*<sup>368</sup>.

A livello operativo, nel caso di aggregazioni strutturate verticalmente, il valore economico del gruppo viene stimato secondo una logica "a cascata", che implica, per ciascuna società dell'entità considerata, la sostituzione del valore di libro delle partecipazioni possedute con il rispettivo valore economico, come sopra considerato, *pro-quota*.

A titolo esemplificativo, consideriamo il seguente organigramma:



La valutazione del gruppo segnalato nel precedente modello può essere così sintetizzata: dapprima, si procederà alla valutazione del capitale economico della società C. Successivamente, nel bilancio della sub-holding B si renderà necessario sostituire al valore della partecipazione detenuta in C, il relativo valore economico considerato *pro-quota*. Infine, si procederà alla valutazione

---

<sup>368</sup> Così operando si viene a determinare per ciascuna entità del gruppo una particolare configurazione di capitale denominata strategica (o potenziale). Per approfondimenti sulle diverse configurazioni del capitale, si consiglia, tra gli altri, ZANDA G., *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, op.cit.

della holding A, sostituendo al valore della partecipazione in B, la relativa quota di valore economico.

La tecnica analitica, nell'approccio *a cascata*, ha trovato, come già anticipato, larga applicazione nella prassi professionale soprattutto in passato, quando documenti come il bilancio consolidato non risultavano ancora obbligatori.

Attualmente, l'impiego di tale metodologia è riservato alla valutazione di alcune tipologie di gruppo, a cui si adatta meglio rispetto alla tecnica sintetica per via della possibilità di mitigare i problemi congeniti a quest'ultima.

In primo luogo, la metodologia *tradizionale* si presta particolarmente alla valutazione di quei gruppi formati da società con attività eterogenea. Aggregazioni con simili caratteristiche, nella metodologia sintetica sono difficilmente trattabili, in quanto caratterizzate da profili di rischio differenti. L'applicazione della tecnica analitica *a cascata*, che prevede l'autonoma valutazione delle *legal entities*, permette di non incorrere nei problemi suddetti, in quanto per ciascuna società, potrà essere impiegato il relativo costo del capitale.

Ulteriore aspetto positivo connesso alla tecnica tradizionale riguarda il premio di maggioranza, legato prevalentemente al diritto della controllante di stabilire le strategie e le linee guida delle partecipate, pur non essendo in possesso della totalità del capitale di rischio delle stesse. Tale parametro, infatti, è correlato in maniera inversamente proporzionale alla quota di capitale di rischio detenuta dalla holding nelle controllate. Sicché, nella valutazione di un gruppo in cui la società madre limita l'investimento nel capitale di rischio delle partecipate, il premio di controllo assumerà un ruolo importante. Attraverso la tecnica

analitica, grazie all'autonoma valutazione delle società partecipate, è possibile determinare tale premio in modo puntuale.

Tuttavia, ai pregi evidenziati si contrappongono una serie di problematiche inerenti il processo applicativo.

Innanzitutto, è da sottolineare che, a livello complessivo è necessario gestire una mole di informazioni nettamente superiore rispetto a quanto necessario nella tecnica sintetica. Tale aggravio di lavoro, in termini di analisi di bilanci e documentazione analitica, risulterà proporzionale al numero di società che rientrano nel perimetro aggregativo. Pertanto, nel caso di gruppi composti da numerose entità, l'applicazione di tale tecnica risulterà alquanto laboriosa.

Altra problematica da evidenziare riguarda il trattamento delle operazioni *intercompany*. Come ampiamente sottolineato, gli effetti di tali operazioni, ai fini della valutazione unitaria dell'entità considerata, devono essere eliminati. Tuttavia, la focalizzazione sui bilanci individuali delle singole società, che mantengono al loro interno tali risultati parziali e distorsivi, non agevola l'attività del perito, il quale autonomamente dovrà procedere a tali rettifiche. Nel caso di gruppi molto ramificati, il mancato ricorso a strumenti di sintesi come il consolidato, potrebbe richiedere uno sforzo complessivo non indifferente.

Un ulteriore aspetto di criticità della tecnica analitica è rappresentato dalla valutazione delle sinergie derivanti dalle interdipendenze tra le diverse imprese concentrate sotto un comune soggetto economico.

Per definizione, si ritiene infatti che il bilancio consolidato tenga in considerazione i benefici derivanti dalle economie di gruppo: la tecnica *a cascata*, basandosi sui bilanci analitici delle *legal entities*, al contrario, non riesce a determinare tali effetti sinergici, almeno in via diretta. Sulla base di

tale assunto, in dottrina si ritiene che il valore delle singole partecipate non debba essere stimato secondo un'ottica *stand-alone*, bensì in funzione del gruppo, in modo da riflettere all'interno del processo valutativo i benefici legati all'interdipendenza.

Tuttavia, la stima delle economie di gruppo rappresenta un processo laborioso e di difficile implementazione: per la determinazione puntuale, inoltre, non esistono metodologie universalmente condivise<sup>369</sup>.

A livello operativo, l'impiego della tecnica di valutazione analitica secondo l'approccio *tradizionale* può essere articolato in funzione dell'attività esercitata dalla holding. In particolare, è possibile discernere tra la valutazione della holding pura, la quale si limita alla gestione del portafoglio partecipativo, e quella dalle capogruppo mista, che abbina anche l'esercizio di un'attività operativa.

#### ***4.1.1 La valutazione delle holding miste***

Il processo valutativo delle holding miste, ovvero di quelle capogruppo che affiancano alla gestione delle partecipazioni un'attività operativa in senso proprio, presenta degli aspetti peculiari rispetto a quello delle holding pure.

---

<sup>369</sup> In tal senso, nelle metodologie basate sull'attualizzazione dei flussi di rendimento si potrebbero considerare le sinergie agendo in aumento dei flussi stand alone delle partecipate, e in coerenza, incrementando il tasso di attualizzazione perché riferito a flussi con incertezze maggiore in quanto legate a possibilità ancora potenziali. Invece negli approcci patrimoniali si potrebbe ricorrere alla tecnica delle opzioni reali. Per approfondimenti, si veda CECCHI M., *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, op.cit, pp. 127-136, PATERNOSTRO S., *La valutazione dei gruppi aziendali*, in SORCI C. – FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, op.cit., p 397....

Infatti, l'attività produttiva della capogruppo, in grado di generare flussi di rendimento indipendenti ed autonomi rispetto a quelli delle partecipate, influenza in modo determinante la valutazione dell'intero complesso aggregativo.

In particolare, il capitale economico di gruppo con al vertice una holding mista può essere così determinato:

*Sub.29*

$$W = W_h + \sum_{p=1}^n W_p$$

dove,

$W_h$ , rappresenta il valore economico della holding;

$W_p$ , rappresenta il valore pro-quota del capitale economico delle partecipazioni detenute;

$n$ , rappresenta il numero delle aziende del gruppo.

Le determinanti del valore del gruppo, evidenziate dalla formula esposta, riguardano:

- il capitale economico della holding;
- il capitale economico delle partecipate;
- la quota di possesso azionario della holding nel capitale economico della partecipata.

Il capitale economico della holding, considerando che l'attività esercitata non si limita alla gestione delle partecipazioni, viene prevalentemente determinato con le metodologie basate sull'attualizzazione dei flussi attesi<sup>370</sup>.

Il valore del capitale economico delle partecipate, in linea generale, può essere determinato mediante tutte le metodologie esposte in precedenza con riferimento alla tecnica sintetica, salvo gli opportuni adattamenti legati all'ottica "as is" secondo cui devono essere valutate le singole aziende.

Infine, l'ultima variabile da considerare è rappresentata dalla quota di possesso della capogruppo. In tal senso è opportuno precisare che non deve essere considerata esclusivamente l'interessenza della holding nel capitale economico delle controllate, bensì anche il premio di controllo<sup>371</sup>.

Il valore del premio viene stimato prevalentemente mediante metodologie empiriche ed all'interno della valutazione risulta tanto più rilevante, tanto minore è la percentuale di capitale detenuto dalla capogruppo nel capitale della controllata, secondo una relazione inversamente proporzionale.

---

<sup>370</sup> In tale contesto, l'eventuale impiego del metodo reddituale prevede innanzitutto la determinazione del reddito normale. Allo scopo, è necessario eliminare, come noto, tutte le componenti infragruppo, comprese le eventuali perdite che hanno originato la svalutazione della partecipazione e l'ammontare dei dividendi distribuiti dalla controllata. Infatti, essendo gli effetti di tali fenomeni già riflessi nel reddito della partecipata, è necessario procedere alla loro eliminazione dal reddito della holding al fine di evitare possibili duplicazioni di valori. Considerazioni analoghe valgono per la normalizzazione dei flussi di cassa *levered* presenti nel modello finanziario, con la precisazione che le rettifiche devono riguardare esclusivamente le componenti finanziarie delle operazioni infragruppo, tra cui i dividendi pagati da parte delle partecipate. In tal senso deve essere precisato che non devono essere presi in considerazione i dividendi liquidati ma non pagati, e neppure le eventuali svalutazioni effettuate, in quanto tali operazioni non incidono sul lato finanziario della gestione.

<sup>371</sup> Specularmente, la metodologia in oggetto permette di stimare lo sconto di minoranza associato alle partecipazioni di minoranza, le quali solitamente vengono incluse nella valutazione alla stregua dei surplus assets. Per approfondimenti sul tema, si consiglia ONESTI T., *Sconti di minoranza e sconti di liquidità*, op. cit.

#### *4.1.2 La valutazione delle holding pure*

Le holding pure, a differenza di quelle miste, limitandosi alla gestione delle partecipazioni possedute, non presentano autonomi ed indipendenti flussi di rendimento positivi derivanti da un'attività propria. I proventi che la holding consegue, infatti, sono rappresentati esclusivamente dai dividendi delle partecipate.

Pertanto, in linea di principio, il valore del gruppo di competenza della holding dovrebbe coincidere con la quota di capitale economico detenuto nelle diverse società. In formula, ciò può essere espresso:

*Sub.30*

$$W_h = \sum_{p=1}^n W_p$$

Dove,

$W_h$ , rappresenta il valore economico di pertinenza della holding;

$W_p$ , rappresenta il valore pro-quota del capitale economico delle partecipazioni detenute;

$n$ , rappresenta il numero delle aziende del gruppo.

Tuttavia, talvolta la controllante accentra presso di sé alcune attività di supporto a tutto il gruppo, sostenendo all'uopo una serie di costi di struttura. Ne costituiscono tipici esempi i costi amministrativi, legali, di ricerca e

sviluppo, di pubblicità<sup>372</sup>. Tale fattispecie può essere riflessa nella valutazione del gruppo in due modi:

- attribuendo, secondo determinati criteri, tali costi alle partecipate;
- scomputando gli oneri in oggetto dal valore complessivo del gruppo.

Nel primo caso, si attribuisce alle diverse partecipate una quota dei costi sostenuta dalla holding in base ai benefici ricevuti. In particolare, si cerca di ripristinare una situazione per la quale, in assenza dell'azione della holding, i flussi di rendimento delle controllate sarebbero più bassi.

Le difficoltà legate alla corretta determinazione dei flussi delle partecipate, possono essere superate con il ricorso alla seconda alternativa, dove, i costi di struttura vengono considerati a livello di gruppo e decurtati senza una specifica imputazione, secondo la seguente:

*Sub.31*

$$W = \sum_{p=1}^n W_p - \frac{C_h}{i_w}$$

dove,

$W_p$ , rappresenta la quota-parte di capitale economico detenuta dalla holding nella p-esima controllata;

$C_h$ , rappresenta l'ammontare dei costi di struttura sostenuti dalla capogruppo;

$i_w$ , indica il tasso di attualizzazione dei costi di struttura;

---

<sup>372</sup> Per approfondimenti sul tema si consiglia FICI L., *La gestione del valore delle attività di supporto per il controllo dei costi di struttura*, Cedam, Padova, 2000.

$n$ , indica il numero di società controllate dalla holding.

Riguardo i parametri della formula *sub.31*, deve essere precisato che il tasso di attualizzazione dei costi di struttura, considerata la natura non aleatoria di siffatti oneri, deve essere determinato coerentemente a tale condizione. Sicché non appare errato considerare in tale circostanza un tasso *risk-free*<sup>373</sup>.

#### **4.2 La tecnica somma di parti**

L'approccio conosciuto con la denominazione "*somma per parti*" può essere interpretato come una variante della tecnica analitica, la cui adozione si rende necessaria nella valutazione di alcune tipologie di aggregazioni.

In particolare, la valutazione dei gruppi multinazionali, caratterizzati dalla presenza di società operanti in differenti business, presenta delle problematiche peculiari che nessuna delle tecniche evidenziate fino ad ora riesce a trattare in maniera adeguata.

La metodologia sintetica, infatti, non può essere utilmente impiegata in tali fattispecie in quanto l'utile del consolidato rappresenta la somma di flussi non confrontabili per grado di rischio e prospettive di crescita. L'applicazione della tecnica analitica nell'approccio tradizionale risente, invece, di problematiche legate all'attualizzazione dei flussi delle società, considerato il loro operare in più business.

---

<sup>373</sup> Cfr. GUATRIL.-BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op.cit., p. 999.

Pertanto, per la valutazione di quelle aggregazioni multinazionali, dove la mappa societaria non coincide con le aree di business, è stata sviluppata una particolare versione di tecnica analitica dove il capitale economico del gruppo è determinato mediante la sommatoria dei valori attribuiti a ciascuna area d'affari in cui, attraverso le controllate, opera.

Tale variante della metodologia analitica, che considera il capitale economico del gruppo come un portafoglio di business, prende il nome di tecnica per *somma di parti*. In formule, il valore del gruppo può essere così sintetizzato:

*Sub.32*

$$W = \sum_{i=1}^n ASA_i - \frac{C_h}{i_w}$$

dove,

$W$ , rappresenta il valore del capitale economico del gruppo;

$ASA_i$ , rappresenta il valore economico della  $i$ -esima area strategica d'affari considerata;

$C_h$ , rappresentano i costi di struttura della holding;

$n$ , rappresenta il numero di ASA in cui il gruppo è articolato.

A livello operativo, per procedere alla stima del capitale economico del gruppo attraverso la tecnica per somma di parti è necessario, in primo luogo, individuare la mappa delle aree strategiche di affari in cui opera il gruppo e le aziende che partecipano alle attività di ogni singola ASA.

Successivamente, come se si trattasse di entità autonome<sup>374</sup>, è necessario stimare il valore economico di ciascuna ASA sulla base della metodologia più appropriata<sup>375</sup>.

In tal senso rimangono valide le considerazioni analizzate in precedenza circa l'impiego delle diverse tecniche, salvo opportuni accorgimenti<sup>376</sup>.

A titolo esemplificativo, nel caso si optasse per una metodologia basata sull'attualizzazione dei flussi, si renderebbe necessario, dapprima, normalizzare i flussi di rendimento di ciascun business. Successivamente, dovrebbe essere stimato, per ciascuna ASA, il costo del capitale, in modo da poter scontare i flussi di rendimento con gli opportuni tassi di attualizzazione. A tal riguardo deve essere segnalato che anche in tale variante della tecnica analitica, il valore di ogni entità (in questo caso, di ciascuna ASA), deve riflettere i benefici arrecati dalle sinergie scaturenti dall'inserimento nel gruppo. Pertanto, il valore di ciascun business deve essere stimato, non secondo la logica *stand alone*, bensì a livello di gruppo, secondo la logica “*as is*”. In sostanza, l'area strategica d'affari deve essere valutata in base alla capacità di reddito che apporta nel momento della valutazione al gruppo.

Infine, si procederà alla stima del capitale economico del gruppo, come sommatoria dei valori delle aree di affari in cui opera al netto dei costi di struttura sostenuti dalla holding per la gestione del gruppo.

In presenza di azionisti di minoranza, il valore ottenuto mediante la sommatoria indicata dovrà essere rettificato per la quota ad essi attribuibile. In

---

<sup>374</sup>In funzione di tale considerazione si rileva l'analogia con la tecnica analitica tradizionale, dove in luogo delle aree d'affari, vengono considerate le entità giuridicamente autonome.

<sup>375</sup>Naturalmente la possibilità di ricorrere a tale tecnica dipende dalle informazioni a disposizione dell'esperto incaricato. In tal senso, le indicazioni prescritte dallo IFRS 8, relative all'informativa settoriale di tipo operativo possono essere di ausilio nella valutazione. Per approfondimenti si rimanda all'analisi dello stesso principio contabile internazionale.

<sup>376</sup>Ovviamente, l'approccio di mercato con riferimento alla singola ASA, per ovvie ragioni, risulta di difficile applicazione.

tal senso, è opportuno sottolineare che il problema principale di tale metodologia riguarda proprio le modalità di stima della quota degli azionisti di minoranza nell'ambito delle singole società, considerata la scomposizione del valore del gruppo per ASA. Infatti, sarebbe necessario disporre analiticamente per ciascuna società appartenente alla specifica area di affari dei flussi di reddito di pertinenza del gruppo (ottenuti moltiplicando i flussi di reddito per l'interessenza del gruppo nel capitale della società)<sup>377</sup>. Pertanto, in presenza di un elevato grado di azionisti di minoranza l'adozione di tale metodologia risulta, di fatto, preclusa.

Un ulteriore limite della metodologia per somma di parti, legato a quello appena esposto, riguarda la determinazione dei premi per il controllo. Qualora la società capogruppo limitasse l'investimento nel capitale delle partecipate, l'entità del premio di controllo non potrebbe non essere considerata all'interno della valutazione. Pertanto, in tali circostanze la tecnica per *somma di parti* non può essere utilizzata per la stima del capitale economico del gruppo, in quanto non in grado di determinare un componente rilevante del capitale economico del gruppo.

---

<sup>377</sup> Cfr. GUATRIL.-BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, op.cit., p. 995.

## ***CAPITOLO 4***

### ***L'analisi empirica***

#### ***1. Definizione dell'oggetto della ricerca***

È lecito ipotizzare che i gruppi aziendali rappresentano oggi il cuore pulsante dell'intera economia mondiale, in grado di influenzare, talvolta, le politiche di sviluppo dei paesi dove sono radicati.

In Italia, tuttavia, tali tipi di aggregazioni non hanno ancora avuto una larga proliferazione. Infatti, se si prescinde dalla presenza di pochi grandi gruppi quotati, l'economia nostrana basa le sue radici su una miriade di piccole e medie imprese<sup>378</sup>.

Riconosciuta comunque l'importanza del fenomeno si è voluta implementare la presente ricerca empirica sulla stima del capitale economico dei gruppi aziendali nella prassi valutativa italiana.

Infatti, pur in presenza di un numero esiguo di gruppi rispetto ad altre realtà quali ad esempio gli Stati Uniti d'America, sono state individuate le condizioni per la fattibilità della presente ricerca. In particolare, sono state rintracciate, nel corso dell'ultimo decennio, una

---

<sup>378</sup> Tale aspetto è definito da molti una delle principali criticità che affligge l'economia italiana e che ne ostacola lo sviluppo. Per approfondimenti si veda RICCIARDI A., *Le reti di impresa*, op. cit.

serie di operazioni straordinarie che hanno coinvolto i gruppi, richiedendone la stima del capitale economico.

Pertanto, considerato il ruolo che tali particolari “imprese” possono esercitare nell’economia di un paese, si è voluto indagare circa il loro valore e le modalità di determinazione.

In particolare, i principali obiettivi che tale lavoro si è prefissato sono stati:

- individuare le principali operazioni di natura straordinaria che hanno coinvolto i gruppi aziendali e che hanno dato luogo ad un processo di stima del capitale economico;
- verificare in linea generale le modalità di stima adottate per tali particolari entità;
- analizzare le eventuali influenze tra l’attività prevalente esercitata da un gruppo e la tipologia di valutazione adottata;
- evidenziare possibili evoluzioni nelle tecniche di valutazione dei gruppi aziendali nel corso del tempo;
- verificare potenziali relazioni tra la tipologia di operazione straordinaria alla base della valutazione e la metodologia di stima adottata.
- individuare specificità nelle valutazioni.

## *2. La descrizione delle perizie analizzate*

L'analisi empirica è stata svolta su una popolazione complessiva di 70 relazioni riguardanti gruppi aziendali, la cui valutazione è stata effettuata nell'ambito di operazioni straordinarie sul capitale, quali fusioni, scissioni, conferimenti, cessioni di partecipazioni totalitarie.

A monte, sono state analizzate tutte le operazioni straordinarie verificatesi nel contesto nazionale nell'ultimo decennio al fine di isolare quelle che hanno coinvolto i gruppi aziendali.

La maggior parte della documentazione alla base della presente indagine è stata reperita all'interno del sito di *Borsa Italiana*<sup>379</sup>, dove le società quotate, e quindi anche i gruppi, pubblicano i documenti di maggiore rilevanza inerenti la propria attività. Un'altra parte delle valutazioni analizzate, prima che lo sviluppo delle tecnologie informatiche prendesse il sopravvento, sono state recuperate presso la sede della Borsa Italiana<sup>380</sup>.

La presente indagine si è focalizzata su un arco temporale limitato ad un decennio: tale periodo infatti, è stato ritenuto congruo al fine di delimitare una popolazione sufficientemente nutrita. In particolare, sono state considerate le operazioni che hanno coinvolto i gruppi tra l'anno 2000 e 2009.

---

<sup>379</sup> Il sito in oggetto è <http://www.borsaitaliana.it>. La sezione documenti nella quale è stato reperito il materiale utilizzato è <http://www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/documenti/societa-quotate/documenti.html>.

<sup>380</sup> Borsa Italiana S.p.A. ha sede in Piazza degli Affari 6 – 20123 Milano. Naturalmente, le perizie ivi reperite fanno riferimento ai primi anni del decennio considerato.

Per quanto riguarda i criteri di selezione della popolazione è da sottolineare che sono state prese in considerazione anche quelle operazioni che hanno interessato le sub-holding: infatti, pur essendo al vertice del gruppo al quale appartengono, la loro valutazione può presentare tutte le peculiarità delle capogruppo vere e proprie.

All'interno della popolazione, inoltre, sono state considerate le valutazioni relative ad operazioni straordinarie inerenti gruppi aziendali successivamente non concretizzatesi<sup>381</sup>.

Al contrario, non sono state prese in considerazione le valutazioni di quei gruppi formati da due società, in cui l'attività della holding riguardava esclusivamente la gestione della partecipazione totalitaria: in una simile circostanza, infatti, la valutazione della controllante coinciderebbe puntualmente con il capitale economico della controllata<sup>382</sup>.

Di conseguenza, è stato ritenuto opportuno non includere all'interno della popolazione tali tipologie di gruppi, la cui valutazione è ovviamente assimilabile a quella di una società.

### ***2.1 I gruppi selezionati***

Sulla base delle precedenti considerazioni, sono state individuate le relazioni inerenti i seguenti gruppi:

---

<sup>381</sup> Un esempio su tutti è costituito dalla fusione tra Autostrade e Albertis

<sup>382</sup> In tal senso, a titolo puramente esemplificativo, è stata esclusa dalla popolazione la relazione di stima del gruppo Investimenti Immobiliari Lombardi relativa all'operazione di conferimento da parte del gruppo Ernesto Fabbroni dell'anno 2000.

1. Adolfo Trabaldi
2. Adriatica Turistica
3. Aem Torino
4. Albertis
5. Alleanza Assicurazioni
6. Amga
7. Arca Bim
8. Arca Merchant
9. Arena Alimentari Freschi
10. Arena Surgelati /Nova
11. Autostrade
12. Banca Italease
13. Banca Intesa 1
14. Banca Intesa 2
15. Banca Intesa 3
16. Bipielle Investimenti
17. Bipop-Carire 1
18. Bipop-Carire 2
19. Blp 1
20. Blp 2
21. Bonaparte
22. Bpi
23. Bpu 1
24. Bpu 2
25. Capitalia 1
26. Capitalia 2
27. Cardine Banca
28. Cem

29. Tad Energia Ambiente
30. Enia 1
31. Enia 2
32. Ernesto Fabbroni 1
33. Ernesto Fabbroni 1
34. Euphon
35. Eurinvest Energia
36. Fidia
37. Fondiaria
38. Gabetti
39. Generali
40. Hera 1
41. Hera 2
42. Industria e Innovazione
43. Innotech
44. Intek
45. Iride 1
46. Iride 2
47. Itالenergia
48. Lavorwash
49. Lm Etve
50. Meliorbanca
51. Meta 1
52. Meta 2
53. Nuova Edison
54. Prima Industrie
55. Realty
56. Reti Bancarie

57. Risanamento
58. Sai
59. Sanpaolo 1
60. Sanpaolo 2
61. Sanpaolo 3
62. Sanpaolo 4
63. Sirti
64. Sopaf
65. Unicredit 1
66. Unicredit 2
67. Unipol 1
68. Unipol 2
69. Viale Tupini Finanziaria 1
70. Viale Tupini Finanziaria 2

Come è agevole osservare, diversi gruppi sono stati considerati più volte nella popolazione. Ciò deriva dalla considerazione che l'oggetto principale di analisi non è il gruppo in quanto tale, ma la sua valutazione. In diverse operazioni straordinarie, gli stessi gruppi sono stati oggetto di una pluralità di stime e, pertanto, la loro valutazione è stata considerata più volte all'interno della popolazione<sup>383</sup>.

Al fine di poter comprendere meglio tale aspetto è stata predisposta la seguente tabella, la quale evidenzia per ciascun gruppo, oltre l'attività

---

<sup>383</sup> In un solo caso lo stesso gruppo è stato oggetto di valutazione in due distinti momenti temporali. In particolare il gruppo Sanpaolo è stato valutato sia nell'ambito della fusione con il gruppo Cardine nel 2001, che in occasione della fusione con Intesa nel 2006.

prevalentemente esercitata e l'anno di valutazione, la documentazione contenente la valutazione del gruppo utilizzata ai nostri fini.

Tabella 4.1

<b>Gruppo oggetto di valutazione</b>	<b>Attività prevalente</b>	<b>Periodo</b>	<b>Documentazione contenente la valutazione</b>
ADOLFO TRABALDI	Gestione portafoglio immobiliare	2006	Perizia Esperto
ADRIATICA TURISTICA	Servizi turistici	2006	Perizia Esperto
AEM TORINO	Utilities	2006	Relazione Cda
ALBERTIS	Utilities	2006	Documento informativo
ALLEANZA	Assicurativo	2009	Documento informativo
AMGA	Utilities	2007	Relazione Cda
ARCA BIM	Creditizio e affini	2005	Relazione Cda
ARCA MERCHANT	Creditizio e affini	2005	Relazione Cda
ARENA ALIMENTARI FRESCHI	Commercializzazione e prodotti alimentari	2004	Documento informativo
ARENA SURGELATI /NOVA	Commercializzazione e prodotti alimentari	2004	Documento informativo
AUTOSTRADIE	Utilities	2006	Documento informativo
BANCA ITALEASE	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BANCA INTESA	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BANCA INTESA	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BANCA INTESA	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BIPIELLE INVESTIMENTI	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BIPOP-CARIRE	Creditizio e affini	2002	Relazione Cda1

BIPOP-CARIRE	Creditizio e affini	2002	Relazione Cda2
BLP	Creditizio e affini	2007	Documento informativo
BLP	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda
BONAPARTE	Sviluppo immobiliare	2002	Relazione Società di Revisione
BPI	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
BPU	Creditizio e affini	2007	Documento informativo
BPU	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda
CAPITALIA	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda1
CAPITALIA	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda2
CARDINE BANCA	Creditizio e affini	2001	Relazione Cda
CEM	Sviluppo immobiliare	2004	Perizia Esperto
TAD ENERGIA AMBIENTE	Utilities	2006	Fairness Opinion
ENIA	Utilities	2008	Fairness Opinion
ENIA	Utilities	2008	Cda
ERNESTO FABBRONI	Sviluppo immobiliare	2000	Perizia Esperto
ERNESTO FABBRONI	Sviluppo immobiliare	2000	Perizia Esperto2
EUPHON	Media e comunicazioni	2004	Perizia Esperto
EURINVEST ENERGIA	Utilities	2008	Relazione Cda
FIDIA	Industriale	2005	Relazione Cda
FONDIARIA	Assicurativo	2002	Relazione Cda
GABETTI	Servizi immobiliari	2006	Relazione Cda
GENERALI	Assicurativo	2009	Documento informativo
HERA	Utilities	2005	Relazione Cda1
HERA	Utilities	2005	Relazione Cda2

INDUSTRIA E INNOVAZIONE	Investimento partecipativo (differenti settori)	2009	Documento informativo
INNOTECH	Investimento partecipativo (differenti settori)	2004	Documento informativo
INTEK	Investimento partecipativo (differenti settori)	2006	Relazione Cda
IRIDE	Utilities	2008	Fairness Opinion
IRIDE	Utilities	2008	Relazione Cda
ITALENERGIA	Utilities	2002	Perizia Esperto
LAVORWASH	Industriale	2008	Documento informativo
LM ETVE	Investimento partecipativo (differenti settori)	2005	Fairness opinion
MELIORBANCA	Creditizio e affini	2005	Relazione Cda
META	Utilities	2005	Relazione Cda1
META	Utilities	2005	Relazione Cda2
NUOVA EDISON	Utilities	2002	Perizia Esperto
PRIMA INDUSTRIE	Utilities	2005	Relazione Cda
REALTY	Sviluppo immobiliare	2009	Documento informativo
RETI BANCARIE	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
RISANAMENTO	Gestione portafoglio immobiliare	2002	Relazione Società di Revisione
SAI	Assicurativo	2002	Relazione Cda
SANPAOLO	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
SANPAOLO	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
SANPAOLO	Creditizio e affini	2006	Documento informativo
SANPAOLO	Creditizio e affini	2001	Relazione Cda
SIRTI	Information	2004	Documento informativo

	technology		
SOPAF	Creditizio e affini	2005	Fairness opinion
UNICREDIT	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda1
UNICREDIT	Creditizio e affini	2007	Relazione Cda2
UNIPOL	Assicurativo	2007	Relazione Cda1
UNIPOL	Assicurativo	2007	Relazione Cda2
VIALE TUPINI FINANZIARIA	Creditizio e affini	2002	Relazione Cda1
VIALE TUPINI FINANZIARIA	Creditizio e affini	2002	Relazione Cda2

Come si evince dalla tabella, lo stesso gruppo si ripete nell'elenco, quando è differente la documentazione alla base della valutazione.

Infatti è prassi in uso dei consigli di amministrazione dei gruppi più importanti, ricorrere al parere di più *advisors* per consulenze in tal senso.

Complessivamente le operazioni straordinarie individuate ed analizzate nel corso del decennio osservato sono state 34.

La seguente tabella le elenca, indicandone le parti e il lasso temporale di riferimento.

Tabella 4.2

Adolfo Trabaldi	compravendita quote/azioni	Borgosesia	2006
-----------------	-------------------------------	------------	------

Adriatica Turistica	conferimento	Rdm Realty	2006
Aem Torino	fusione	Amga	2006
Albertis	fusione	Autostrade	2006
Alleanza Assicurazioni	fusione	Generali	2009
Arca Bim	fusione	Meliorbanca, Arca Merchant	2005
Arena Alimentari Freschi	compravendita quote/azioni	Roncadin	2004
Arena Surgelati /Nova	compravendita quote/azioni	Roncadin	2004
Banca Italease	fusione	Leasimpresa	2006
Banca Intesa	fusione	Sanpaolo	2006
Bipielle Investimenti	fusione	Bpi E Reti Bancarie	2006
Bipop-Carire	fusione	Viale Tupini Finanziaria	2002
Blp	fusione	Bpu	2007
Bonaparte	fusione	Risanamento	2002
Capitalia	fusione	Unicredit	2007
Cardine Banca	fusione	Sanpaolo	2001
Cem	conferimento	Perlier Spa	2004
Tad Energia Ambiente	compravendita quote/azioni	Acea	2006
Enia	fusione	Iride	2008
Ernesto Fabbroni	conferimento	Iil	2000
Euphon	opa	Lupo	2004
Eurinvest Energia	fusione	Kaitech	2008
Fidia	fusione	Prima Industrie	2005
Fondiaria	fusione	Sai	2002
Gabetti	fusione	La Gaiana	2006

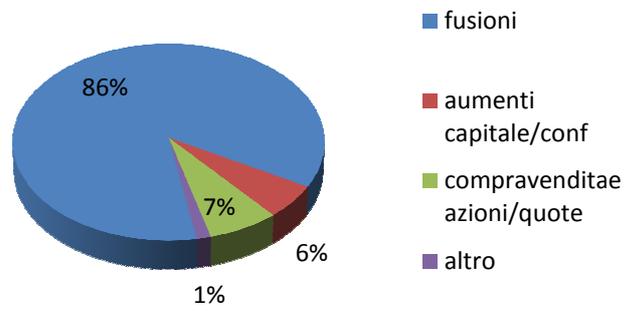
Hera	fusione	Meta	2005
Industria E Innovazione	fusione	Realty	2009
Innotech	fusione	Rpx Ambiente E Rpx Industriale	2004
Intek	fusione	Gim	2006
Italenergia	fusione	Nuova Edison	2002
Lavorwash	fusione	Aprile	2008
Lm Etve	fusione	Sopaf	2005
Sirti	fusione	Wirtel E Wirtel 2	2004
Unipol	fusione	Aurora	2007

La tabella 4.2 evidenzia chiaramente che la principale operazione straordinaria che ha interessato i gruppi considerati all'interno della popolazione analizzata è stata la fusione.

<b>Tipologia di operazione</b>	<b>moda</b>
fusioni	26
aumenti capitale/conferimenti	3
compravendite azioni/quote	4
altro	1

Tale risultato appare confermare la tendenza attuale delle principali realtà economiche che, al fine di competere in un mercato sempre più globalizzato, risultano orientate verso integrazioni di tipo formale.

## Valutazioni suddivise per operazione



### 3. *Risultati complessivi.*

L'analisi empirica, realizzata sulla base di valutazioni contenute in documenti eterogenei così come evidenziato nella tabella 4.1<sup>384</sup>, ha avuto innanzitutto l'obiettivo di verificare complessivamente le principali metodologie impiegate nella prassi professionale per valutare i gruppi aziendali.

La tabella successiva, evidenzia in tal senso, la metodologia utilizzata per ciascuna aggregazione, distinguendo, in via preliminare, tra:

- Metodo sintetico;
- Metodo analitico.

Tabella 4.3

<b>GRUPPO OGGETTO DI VALUTAZIONE</b>	<b>METODOLOGIA DI VALUTAZIONE COMPLESSIVA</b>
ADOLFO TRABALDI	sintetico
ADRIATICA TURISTICA	analitico
AEM TORINO	sintetico
ALBERTIS	sintetico
ALLEANZA Assicurazioni	sintetico
AMGA	sintetico
ARCA BIM	sintetico e analitico
ARCA MERCHANT	sintetico

---

<sup>384</sup> In tal senso sono state considerate le valutazioni contenute nelle fairness opinion, nelle relazioni degli advisor, nelle relazioni dei CdA, nonché nei documenti informativi.

ARENA ALIMENTARI FRESCHI	sintetico
ARENA SURGELATI /NOVA	sintetico
AUTOSTRADE	sintetico
BANCA ITALEASE	sintetico
BANCA INTESA	sintetico
BANCA INTESA	sintetico
BANCA INTESA	sintetico
BIPIELLE INVESTIMENTI	analitico
BIPOP-CARIRE	analitico
BIPOP-CARIRE	sintetico
BLP	sintetico
BLP	sintetico
BONAPARTE	sintetico
BPI	sintetico
BPU	sintetico
BPU	sintetico
CAPITALIA	sintetico
CAPITALIA	sintetico
CARDINE BANCA	sintetico
CEM	sintetico
TAD ENERGIA AMBIENTE	analitico
ENIA	analitico
ENIA	sintetico
ERNESTO FABBRONI	analitico
ERNESTO FABBRONI	analitico

EUPHON	sintetico
EURINVEST ENERGIA	analitico
FIDIA	sintetico
FONDIARIA	sintetico
GABETTI	sintetico
GENERALI	sintetico e analitico
HERA	sintetico
HERA	sintetico
INDUSTRIA E INNOVAZIONE	analitico
INNOTECH	sintetico
INTEK	analitico
IRIDE	analitico
IRIDE	sintetico
ITALENERGIA	sintetico
LAVORWASH	sintetico
LM ETVE	analitico
MELIORBANCA	sintetico e analitico
META	sintetico
META	sintetico
NUOVA EDISON	analitico
PRIMA INDUSTRIE	sintetico
REALTY	analitico
RETI BANCARIE	analitico
RISANAMENTO	sintetico
SAI	sintetico

SANPAOLO IMI	sintetico
SIRTI	sintetico
SOPAF	analitico
UNICREDIT	sintetico
UNICREDIT	sintetico
UNIPOL	sintetico
UNIPOL	analitico
VIALE TUPINI FINANZIARIA	analitico
VIALE TUPINI FINANZIARIA	sintetico

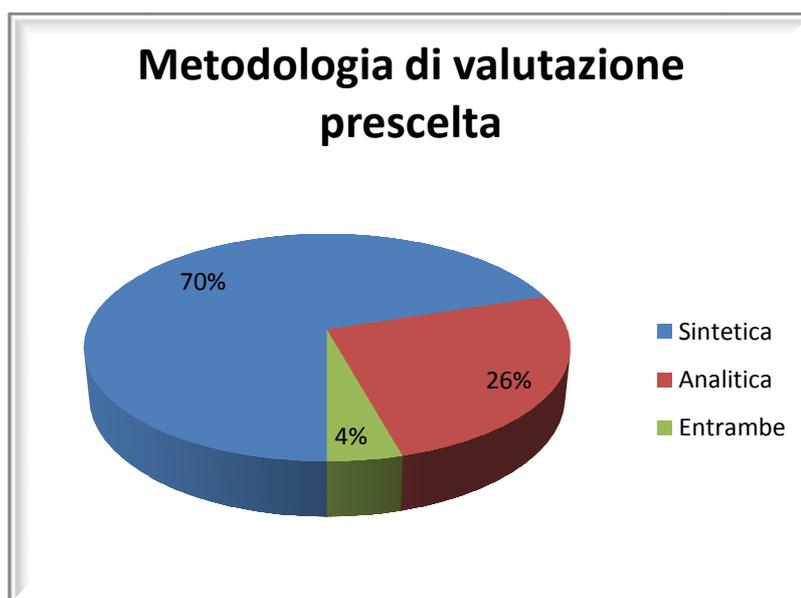
A livello terminologico, va sottolineato che il metodo analitico ricomprende tutti quegli approcci che non si basano sui risultati consolidati come variabile principale della stima. In particolare, nella presente ricerca il metodo analitico comprende sia il metodo tradizionale detto anche “a cascata” che la metodologia per Somma delle Parti, che taluni in dottrina considerano come metodo alternativo ed autonomo<sup>385</sup>.

Dall’analisi della tabella sovrastante, emerge chiaramente che la principale metodologia di valutazione utilizzata in Italia per valutare entità così complesse è stata quella sintetica. Infatti, considerando le sole valutazioni effettuate con tale metodo, si arriva al 70% dei casi. Inoltre, in

---

<sup>385</sup> In tal caso infatti, si parla di metodo misto. Vedi ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico dei gruppi di imprese*, op. cit.

tre casi la metodologia sintetica è stata impiegata assieme a quella analitica. Invece, solo nel 26% dei casi è stata preferita la metodologia tradizionale.



Dopo aver considerato i risultati a livello complessivo, è stato ritenuto opportuno esaminare in dettaglio l'applicazione di ciascuna metodologia, al fine di evidenziarne le principali peculiarità.

### *3.1 L'applicazione della tecnica sintetica*

Nell'ambito della tecnica sintetica, il primo aspetto rilevante ai fini della presente analisi empirica è stato quello di analizzare le principali tecniche utilizzate per la valutazione.

Infatti, come è noto, nell'ambito di tale metodologia possono essere applicate le diverse tecniche conosciute per la valutazione delle singole imprese.

La seguente tabella, evidenzia per ciascun gruppo valutato con la tecnica sintetica, i metodi di valutazione principali e quelli di controllo, quando utilizzati:

Tabella 4.4

<b>Gruppo oggetto di valutazione</b>	<b>Consolidato Principali</b>	<b>Consolidato Controllo</b>
ADOLFO TRABALDI	patrimoniale	no
AEM TORINO	dcf, quotazioni di borsa	no
ALBERTIS	dcf, quotazioni di borsa	target price
ALLEANZA	multipli, quotazioni di mercato	target price
AMGA	dcf, quotazioni di borsa	no
ARCA BIM	misto uec	no
ARCA MERCHANT	patrimoniale complesso	no
ARENA ALIMENTARI FRESCHI	Multipli	Multipli leading, dcf
ARENA SURGELATI /NOVA	Multipli	Multipli leading, dcf
AUTOSTRAD	dcf, quotazioni di borsa	target price

BANCA ITALEASE	ddm	quotazioni di borsa, target price
BANCA INTESA	ddm, reddituale, misto UEC, multipli di borsa, regressione lineare	quotazioni di borsa, target price
BANCA INTESA	ddm, reddituale, misto UEC, multipli, regressione lineare	quotazioni di borsa, target price
BANCA INTESA	quotazioni di borsa, target price, multipli, ddm, analisi di contribuzione	No
BIPOP-CARIRE	dcf	Multipli
BLP	ddm, crescita di Gordon, multipli (media aritmetica)	quotazioni di borsa
BLP	ddm, multipli, quotazioni di borsa	analisi di contribuzione
BONAPARTE	dcf, patrimoniale ( <i>media ponderata, (80%, 20%)</i> )	No
BPI	patrimoniale complesso	No
BPU	ddm, crescita di Gordon, multipli (media aritmetica)	quotazioni di borsa
BPU	ddm, multipli, quotazioni di borsa	analisi di contribuzione
CAPITALIA	ddm, multipli, quotazioni di borsa, analisi di regressione ( <i>media aritmetica</i> )	target price, transazioni comparabili
CAPITALIA	ddm, multipli, quotazioni di borsa	target price, analisi di contribuzione
CARDINE BANCA	ddm, multipli, analisi di regressione	No
CEM	patrimoniale complesso	multipli
ENIA	dcf, quotazioni di borsa, target price	no

EUPHON	multipli, transazioni comparabili	quotazioni di borsa
FIDIA	Dcf	No
FONDIARIA	Dcf	patrimoniale, quotazioni di borsa, target price, multipli
GABETTI	Dcf	multipli, quotazioni di mercato
GENERALI	multipli, quotazioni di mercato	target price
HERA	Dcf	quotazioni di borsa
HERA	quotazioni di borsa	Dcf
INNOTECH	patrimoniale semplice	No
IRIDE	dcf, quotazioni di borsa, target price	No
ITALENERGIA	Patrimoniale	No
LAVORWASH	misto UEC	quotazioni di borsa
MELIORBANCA	misto UEC, quotazioni di borsa	No
META	Dcf	quotazioni di borsa
META	dcf, quotazioni di borsa	no
PRIMA INDUSTRIE	Dcf	No
RISANAMENTO	Patrimoniale, quotazioni di borsa, ( <i>media ponderata, (80%, 20%)</i> )	No
SAI	Dcf	patrimoniale, quotazioni di borsa, target price, multipli
SANPAOLO IMI	DDM, reddituale", misto UEC, multipli di Borsa, regressione lineare	quotazioni dirette, equity report
SANPAOLO IMI	DDM, reddituale, crescita di Gordon, multipli di	quotazioni di mercato,

	mercato, regressione ( <i>di ROE e saggio di crescita atteso dell'utile</i> )	target price
SANPAOLO IMI	DDM, quotazioni di borsa, target price, analisi di contribuzione	No
SANPAOLO IMI	multipli di mercato, analisi di regressione, DDM	No
SIRTI	dcf, quotazioni di borsa	No
UNICREDIT	DDM, quotazioni di borsa, multipli, analisi di regressione ( <i>media aritmetica</i> )	target price, transazioni comparabili, creazione di valore
UNICREDIT	DDM, quotazioni di borsa, multipli	target price, analisi di contribuzione
UNIPOL	misto UEC, ddm, multipli	No
VIALE TUPINI FINANZIARIA	Dcf	multipli

Il primo risultato che possiamo trarre dall'analisi sopra riportata riguarda l'implementazione della metodologia principale. In particolare si è osservato che nella maggioranza dei casi si è preferito utilizzare una pluralità di metodologie principali (in 31 casi su 52) rispetto all'impiego di un'unica metodologia (21 casi su 52).



Inoltre, dall'analisi si può chiaramente rilevare che quando si è optato per l'applicazione di un'unica metodologia, quella del DCF è stata quella maggiormente impiegata (10 su 21); nei casi in cui si è scelto di ricorrere ad una pluralità di tecniche valutative, invece, quelle che hanno avuto maggiore ricorrenza sono state rispettivamente, quotazioni di borsa (20 su 31), multipli (19 su 31) e DDM (17 su 31).

Su tale ultimo aspetto, appare rilevante sottolineare che quando si è optato per l'adozione di più tecniche valutative, la combinazione dei risultati, piuttosto che in medie aritmetiche o ponderate (osservate rispettivamente in quattro e due casi come evidenziato in tabella), è stata effettuata attraverso l'individuazione di un range di valori.

La metodologia sintetica, per sua natura, si presta agevolmente all'applicazione di un metodo di controllo per quanto riguarda la verifica dei risultati ottenuti con il metodo principale. Tuttavia, dai risultati della ricerca è stato possibile osservare che in 22 casi su 52 non è stata ritenuta opportuna l'applicazione di alcuna metodologia di controllo (rilevata invece nelle 30 perizie rimanenti).



Ad ogni modo, dall'analisi eseguita è risultato che il metodo di controllo più utilizzato è stato quello dei prezzi obiettivo definiti dagli analisti (target price), rilevato in quasi metà dei casi (14 su 30).

### ***3.2 L'applicazione della tecnica analitica***

Considerando la larga prevalenza del metodo sintetico all'interno della popolazione esaminata, è lecito supporre che i risultati della metodologia analitica si prestino poco a generalizzazioni di qualsiasi tipo. Ad ogni modo, la seguente tabella evidenzia, per ciascun gruppo valutato, la tipologia di metodologia analitica adottata nonché i metodi utilizzati per la valorizzazione delle singole società/unità di business.

Tabella 4.5

<b>Gruppo oggetto di valutazione</b>	<b>analitico</b>	<b>Metodi utilizzati per le valutazioni analitiche</b>
ADRIATICA TURISTICA	A cascata	dcf, transazioni comparabili
ARCA BIM	SoP	reddituale, patrimoniale complesso
BIPIELLE INVESTIMENTI	SoP	ddm, dcf , transazioni comparabili, patrimoniale, appraisal value,patrimoniale
BIPOP-CARIRE	SoP	DDM, multipli, dcf
TAD ENERGIA	SoP	dcf, patrimoniale

AMBIENTE		
ENIA	SoP	dcf
ERNESTO FABBRONI	A cascata	dcf, patrimoniale
EURINVEST ENERGIA	SoP	Apv
GENERALI	SoP	DDM, apv
INDUSTRIA E INNOVAZIONE	A cascata	dcf, multipli
LM ETVE	SoP	patrimoniale, quotazioni di borsa, valore di carico, valore potenziale controllabile
MELIORBANCA	SoP	patrimoniale, reddituale, regressione
NUOVA EDISON	SoP	Dcf
REALTY	A cascata	dcf, patrimoniale, valore di carico, valore di presunt o realizzo
RETI BANCARIE	SoP	DDM, multipli e transazioni comparabili
SOPAF	SoP	Patrimoniale, valore potenziale controllabile, valore di carico
UNIPOL	SoP	DDM, analisi di regressione, target price, Multipli
VIALE TUPINI FINANZIARIA	SoP	DDM, Dcf, multipli

Come indicato precedentemente ed evidenziato in tabella, nell'ambito della metodologia analitica sono state ricomprese sia quelle valutazioni basate sulla tecnica a cascata che su quella della Somma delle Parti.

Difatti, entrambi gli approcci, presentando una visione atomistica dell'aggregazione, richiedono una scomposizione per parti ovvero per società, dell'entità complessiva analizzata. Tale visione di gruppo contrasta con la logica della metodologia sintetica, che pertanto necessita di un'analisi separata.

Dai risultati evidenziati in tabella 4.5, l'impiego della metodologia SoP risulta nettamente prevalente rispetto a quello a cascata.



Su 18 perizie di stima basate sul metodo analitico, infatti, ben 14 hanno applicato l'approccio Somma delle Parti mentre solo nei rimanenti 4 è stata utilizzata la metodologia a cascata.

Un così consistente impiego della metodologia per parti può essere parzialmente giustificato dalla presenza nella popolazione esaminata di grandi gruppi ramificati in più settori di attività. Tali entità, infatti, sono caratterizzate dalla presenza di una pluralità di società in cui è possibile individuare al loro interno le medesime aree strategiche di affari riscontrabili nelle altre imprese del gruppo. Pertanto, la valutazione per parti omogenee risulta la scelta più coerente.

Una particolarità di rilievo che emerge dall'analisi dei dati delle valutazioni effettuate il metodo analitico nell'approccio a cascata, riguarda la metodologia DCF: infatti essa è presente nella totalità dei casi. Ciò evidenzia la larga importanza che i soggetti incaricati di valutare le imprese assegnano alle metodologie di natura finanziarie.

Nell'approccio per Somma di Parti, invece, i metodi più utilizzati nella valutazione delle singole aree strategiche d'affari sono stati, rispettivamente, quello patrimoniale e il DDM (rilevati, entrambi, in sei casi su 14).

#### 4. *Ulteriori risultati*

Oltre ai risultati fin qui analizzati, si è voluto indagare circa la presenza di ulteriori relazioni tra la valutazione dei gruppi ed altre variabili.

Innanzitutto, si è voluto analizzare la possibile influenza tra l'attività esercitata dal gruppo e la tipologia di valutazione adottata dai periti.

In primo luogo la popolazione complessiva è stata divisa in due sottogruppi, sulla base dell'attività prevalentemente esercitata. In particolare, i due raggruppamenti sono stati così composti:

- gruppi di natura prevalentemente finanziaria (bancari e assicurativi).
- gruppi residuali;

Infatti, appare lecito ritenere che i metodi utilizzati per valutare una banca o un'assicurazione possano essere differenti rispetto a quelli impiegati nel caso di gruppi esercitanti altre attività.

<b>GRUPPI DI NATURA FINANZIARIA</b>	<b>GRUPPI DI NATURA INDUSTRIALE</b>
ALLEANZA	ADOLFO TRABALDI
ARCA BIM	ADRIATICA TURISTICA
ARCA MERCHANT	AEM TORINO
BANCA ITALEASE	ALBERTIS
BANCA INTESA	AMGA
BANCA INTESA	ARENA ALIMENTARI FRESCHI
BANCA INTESA	ARENA SURGELATI /NOVA

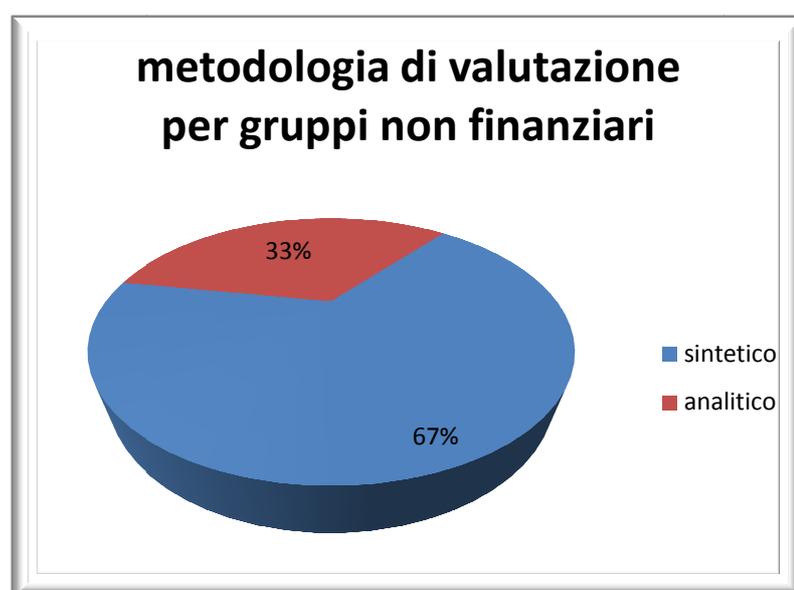
BIPIELLE INVESTIMENTI	AUTOSTRADE
BIPOP-CARIRE	BONAPARTE
BIPOP-CARIRE	CEM
BLP	TAD ENERGIA AMBIENTE
BLP	ENIA
BPI	ENIA
BPU	ERNESTO FABBRONI
BPU	ERNESTO FABBRONI
CAPITALIA	EUPHON
CAPITALIA	EURINVEST ENERGIA
CARDINE BANCA	FIDIA
FONDIARIA	GABETTI
GENERALI	HERA
MELIORBANCA	HERA
RETI BANCARIE	INDUSTRIA E INNOVAZIONE
SAI	INNOTECH
SANPAOLO	INTEK
SANPAOLO	IRIDE
SANPAOLO	IRIDE
SANPAOLO	ITALENERGIA
SOPAF	LAVORWASH
UNICREDIT	LM ETVE
UNICREDIT	META
UNIPOL	META
UNIPOL	NUOVA EDISON

VIALE TUPINI FINANZIARIA	PRIMA INDUSTRIE
VIALE TUPINI FINANZIARIA	REALTY
	RISANAMENTO
	SIRTI

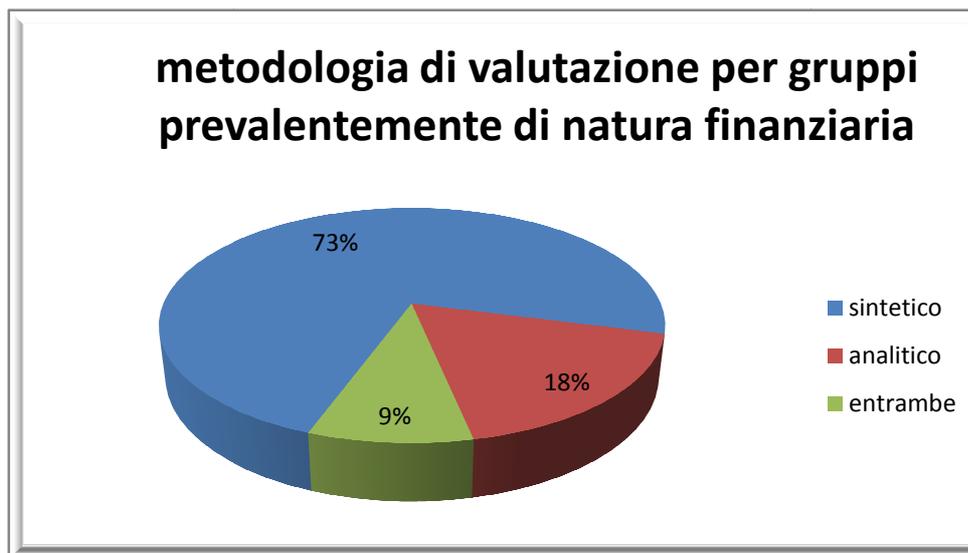
Dall'analisi dei dati contenuti nella tabella 4.3, è stato possibile rilevare un maggiore ricorso alla tecnica sintetica da parte dei gruppi prevalentemente finanziari rispetto a quelli esercitanti altre attività.

Infatti, se la metodologia sintetica può essere rilevata nella valutazione del 67% dei gruppi non finanziari, supera abbondantemente il 70% nei gruppi bancari e assicurativi.

In particolare, nei gruppi di natura non finanziaria la tecnica di valutazione sintetica è stata applicata in 24 casi su 36, mentre quella analitica nei rimanenti 12 casi.



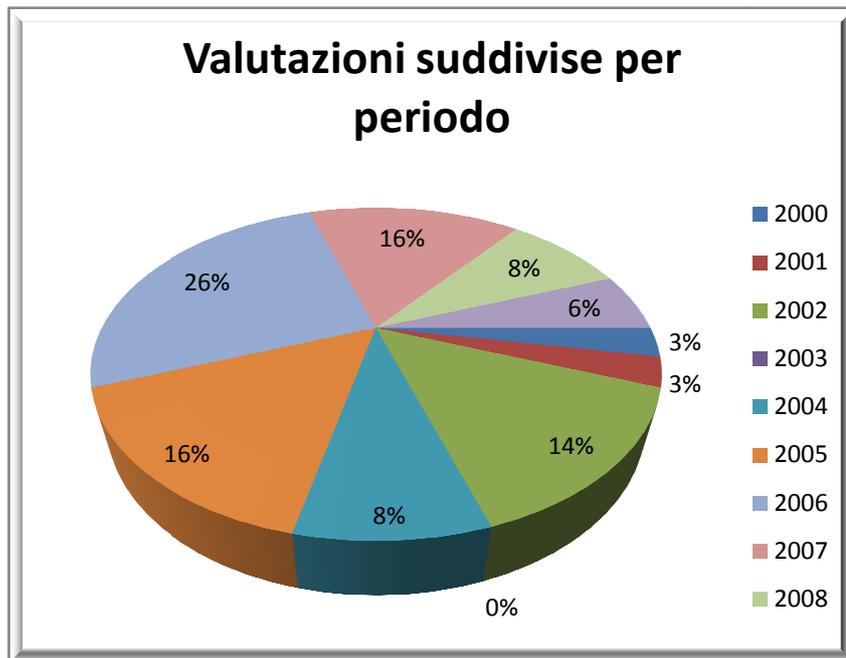
Nei gruppi di natura prevalentemente finanziaria la tecnica sintetica è stata rilevata in 25 casi su 34, quella analitica 6 su 34. Inoltre, a differenza dei gruppi con attività non finanziaria, in tre circostanze sono state rilevate entrambe le metodologie di valutazione.



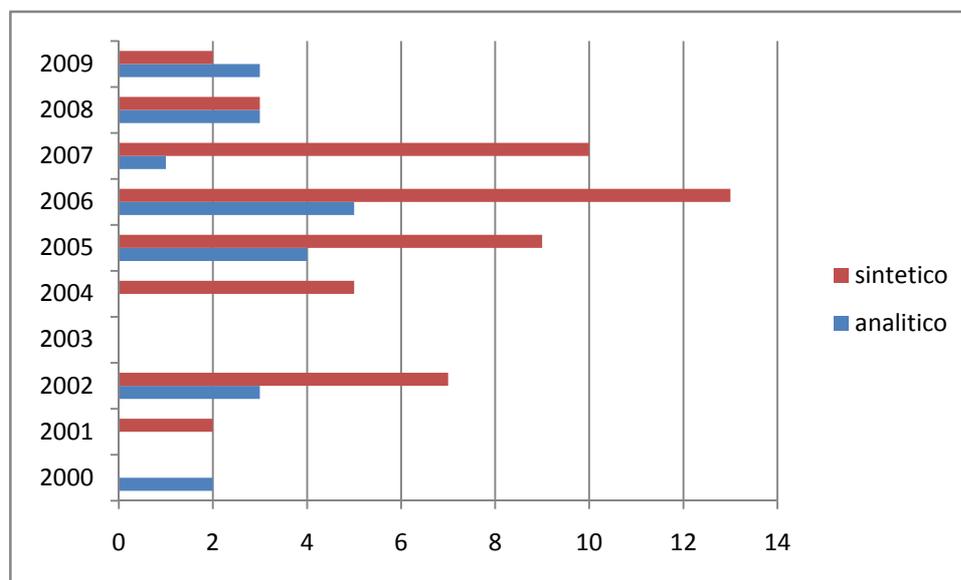
Un ulteriore aspetto di indagine ha riguardato lo studio della popolazione considerata dinamicamente al fine di rintracciare eventuali evoluzioni nella stima dei gruppi aziendali.

Le valutazioni analizzate possono essere così cronologicamente schematizzate:

anno	moda
2000	2
2001	2
2002	10
2003	0
2004	6
2005	11
2006	18
2007	11
2008	6
2009	4



Dal raffronto tra la metodologia sintetica e quella analitica possiamo ottenere il seguente grafico:



Dall'accostamento dei risultati, è possibile osservare un andamento piuttosto variabile con riferimento all'applicazione delle metodologie: nel corso del decennio, infatti, il metodo sintetico tende sempre più ad essere applicato rispetto alla tecnica analitica. Tuttavia, tale situazione sembra invertirsi nel corso degli ultimissimi anni. Infatti, nel 2008 il numero di applicazioni del metodo analitico eguaglia quelle del metodo sintetico, mentre nell'ultimo anno considerato lo sopravanza.

In merito alla possibile relazione tra la tipologia di operazione straordinaria che ha coinvolto il gruppo e la metodologia di stima adottata, considerando la netta prevalenza delle fusioni sulle altre operazioni si è preferito non approfondire ulteriormente, in quanto qualsiasi tipo di conclusione risulterebbe fuorviante a causa dei dati di partenza.

Per quanto riguarda il premio di controllo, dall'analisi effettuata è emerso che solo in una circostanza, ovvero nella fusione tra il gruppo Sanpaolo Imi e il gruppo Cardine, è stato effettivamente applicato.

In tale fattispecie, la stima di del saggio in oggetto è stata effettuata con riferimento ai metodi empirici, come si può evincere dalla relazione del CdA del gruppo Sanpaolo. In particolare, il premio è stato stimato dagli advisor in un range compreso tra il 20 e il 30% sulla base di quanto osservato in analoghe operazioni svoltesi in Italia e in Europa.

Infine, anche per quanto riguarda le possibili specificità delle valutazione va segnalato che non è stato individuato alcun elemento che merita di essere rilevato in questa sede.

## *5. Conclusioni*

La presente analisi empirica, purtroppo come facilmente intuibile, risulta parzialmente inficiata dal contenuto dei dati raccolti.

Infatti, sebbene sia stato individuato un numero complessivo di valutazioni più che sufficiente per un esame puntuale, è da rilevare una carenza strutturale di informazioni riguardo quelle specificità che contraddistinguono i gruppi aziendali rispetto alle imprese.

Frequentemente, le informazioni recuperabili nelle perizie di stima risultano molto generiche e non supportate da adeguate giustificazioni.

Ad esempio, non si sono potute approfondire le tematiche relative ai tassi di attualizzazione impiegati e al trattamento del patrimonio dei terzi, a causa della penuria delle informazioni contenute nelle relazioni considerate.

In particolare, in merito trattamento del patrimonio di terzi la maggior parte delle perizie individuate si è limitata ad indicare genericamente che il valore del gruppo è stato determinato al netto del valore del patrimonio dei terzi<sup>386</sup>.

Talvolta, alcune valutazioni si sono spinte ad indicare che il valore del capitale dei terzi veniva assunto pari a quello contabile<sup>387</sup>.

Sono in un caso, il valore del patrimonio dei terzi ha avuto un adeguato approfondimento. Infatti, nella fusione Nuova Edison – Italennergia, il consulente nominato dai consigli di amministrazione, per quanto riguarda il

---

<sup>386</sup> A titolo esemplificativo nel documento informativo della fusione tra gruppo Autostrade e gruppo Albertis, possiamo leggere: “il valore economico attribuibile è stato determinato sottraendo al valore attuale dei flussi di cassa l’ammontare attribuibile alle interessenze dei soci di minoranza e l’ammontare della posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2005”.

<sup>387</sup> Ad esempio, ciò si è verificato nelle valutazioni riguardanti le fusioni tra gruppo Meta e gruppo Hera e Iride ed Enia.

gruppo Nuova Edison, ha così puntualizzato: *“Il valore del capitale economico di competenza di terzi è stato calcolato con il metodo reddituale e ricompreso tra le attività accessorie. In particolare, sono stati attualizzati i risultati di esercizio di competenza delle Minorities come risultanti dai piano della società, considerando sia l'effettiva redditività che le variazioni delle quote previste nei piani. Oltre, l'orizzonte del piano il valore delle minorities è stato stimato attraverso un risultato normalizzato (valore valore medio dei piani)”*<sup>388</sup>.

Pertanto, eccetto sporadici casi, argomenti di importanza cruciale per l'intera valutazione del gruppo sono stati spesso sottovalutati, almeno a livello di informativa per i terzi.

Ci auguriamo che in futuro tale comportamento da parte dei periti possa subire un radicale cambiamento di tendenza, al fine di rendere la valutazione il più trasparente possibile.

---

<sup>388</sup> Tale nota è citata alla pagina 41 della relazione alla fusione già citata del Prof. Maurizio Dallochio.

## **BIBLIOGRAFIA**

AA.VV., *Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie*, Egea, Milano, 1989.

AA.VV., *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano, 1996.

AA.VV., *Il bilancio consolidato nella prospettiva dell'azionista*, Giuffrè, Milano, 1997.

AA.VV., *Il bilancio consolidato. Profili giuridici, aspetti fiscali, tecniche contabili, analisi di bilancio, controllo, sistemi di reporting di gruppo*, II ed., Ipsoa, Milano, 1995.

ABATE L., *Modelli analitici di valutazione aziendale*, Cedam, Padova, 1995.

AGLIATI M.-BERETTA S., *I sistemi amministrativi nei gruppi di imprese*, Egea, Milano, 1990.

ALZONA G., *Quotazione ufficiale e valore delle azioni*, in *L'impresa*, 1971.

ALZONA G., *Holdings e gruppi: le modificazioni in atto nelle strutture societarie del sistema industriale italiano*, in *Economia e politica Industriale*, n.31, 1981.

AMADUZZI A., *La teoria della valutazione dei complessi aziendali*, in *Rivista di politica economica*, 1954.

AMADUZZI A.-CANDI A.-D'ALESSANDRO F.-FANELLI F., *Le discipline dei gruppi di società nella novella del 1974*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, n. 7, Giuffrè, Milano, 1978.

ANDREI P., *Il bilancio consolidato nei gruppi internazionali*, Giuffrè, Milano, 1994.

ANDREI P.-AZZALI S.-GAVANA G.-LAI A.-RINALDI L.-SACCON C.-VIGANÒ R., *Bilancio consolidato. Novità dei principi contabili nazionali e internazionali*, Milano, Il Sole 24 ore, 2008.

ANGIOLA N., *L'avviamento negativo. Problematiche economiche e contabili*, Giappichelli, Torino, 1997.

ANTONELLI V., *Il bilancio consolidato. La tecnica di redazione*, Il Sole 24 ore, Milano, 2007.

AZZINI L., *I gruppi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1975.

AZZINI L., *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, Giuffrè, Milano, 1964.

BALDUCCI D., *La valutazione dell'azienda*, EGEA, Milano.

BANDETTINI A., *I bilanci consolidati nei gruppi dell'I.R.I. e nell'E.N.I.*, Cedam, Pisa, 1969.

BARCA F., *La tipologia dei gruppi. Diffusione, funzioni e opportunità di sviluppo dei gruppi italiani*, in AA.VV., *Atti del convegno su La disciplina dei gruppi di imprese: il problema oggi* (Cormayeur), Giuffrè, Milano, 1997.

BASTIA P., *Gli accordi tra imprese. Fondamenti economici e strumenti informativi*, CLUEB, Bologna, 1989.

BASTIA P., *La formazione del bilancio consolidato*, CLUEB, Bologna, 1991.

BERETTA S., *Il controllo dei gruppi aziendali*, EGEA, 1990.

BERGAMIN BARBATO M., *La capacità informativa dei bilanci nei gruppi di aziende*, in *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.

BERTINETTI G., *La finanza dei grandi gruppi aziendali italiani*, Egea, Milano, 1994.

BERTINI U., *Le funzioni del collegio sindacale e il controllo della gestione*, in AA.VV., *Saggi di Ragioneria e di Economia aziendale. Scritti in onore di D. Amodeo*, CEDAM, Padova, 1987.

BIANCHI G., *Tecniche di consolidamento. Norme e procedure del bilancio consolidato*, Egea, Milano, 1995.

BIANCHI L.A., *Informazione societaria e bilancio consolidato*, Giuffrè, Milano, 1990.

BIANCHI L.A., *Il trattamento in bilancio degli utili intercompany e le scelte di policy in materia di gruppi*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano, 1996.

BIANCHI L.A., *Il bilancio consolidato nella prospettiva dell'azionista*, in AA.VV., *Il bilancio consolidato nella prospettiva dell'azionista*, Giuffrè, Milano, 1997.

BIANCHI M.-BRIOSCHI F.-BUZZACCHI L.-CASAVOLA P.-FILIPPA L.-PAGNANI M., *Assetti proprietari e mercato delle imprese. Gruppo, proprietà e controllo nelle imprese italiane medio-grandi*, vol. II, Il Mulino, Bologna, 1994.

BIN R. – PITRUZZELLA G., *Diritto Pubblico*, Giappichelli Editore, Torino, 2002.

BINI M.-DELLA BELLA C., *La tentata scalata di Portugal Telecom da parte di Sonaecom: uno strano caso di contraddittorio fra valutazioni*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 45.

BINI M., *Quanto vale una buona valutazione?*, in *La valutazione delle aziende*, 2002, n.26.

BONACINA T.-FACCHINETTI I., *Analisi del bilancio consolidato*, Piccola, Milano, 1991.

BONANNO S.- IAVICOLI L.- ROPPO A., *La valutazione d'azienda in ipotesi di quotazione in Borsa*, Guida alla contabilità e al bilancio, 2007, n. 7.

BORSA ITALIANA, *Guida alla valutazione*.

BORSARI R., *Politiche di gruppo e teoria dei vantaggi compensativi*, Contabilità finanza e controllo, maggio 2005.

BOTTAZZI G., *Capitalizzazione di borsa e gruppi societari*, Lettura riv. Del gruppo Barclays, 1986.

BREALEY R.C.-MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, Mcgraw-Hill, Milano, 2003.

BRESCIA G., *Le perizie di stima delle aziende*, Maggioli editori, 1999.

BRIOSCHI F.-BUZZACCHI L.-COLOMBO M., *Il mercato di Borsa ed i gruppi di impresa*, in AA.VV., *Rapporto Irs sul mercato azionario*, Seme S.p.a., Il Sole 24 ore, Milano, 1991.

BRUGGER G., *La valutazione economica delle aziende: tre metodi a confronto*, Finanza , Marketing e Produzione, n. 3, 1985.

BRUGGER G., *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, Finanza , Marketing e Produzione, n. 1, 1989.

BRUNETTI G. (a cura di ), *Il bilancio consolidato. VII Direttiva comunitaria e principi contabili*, Cedam, Padoa, 1983.

BRUNETTI G., *Il bilancio consolidato come strumento informativo nell'ottica degli investitori e dei finanziatori : potenziale conoscitivo e limiti*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Giuffrè, Milano, 1996.

BRUNETTI G., *L'interpretazione e la significatività del bilancio consolidato nell'analisi finanziaria strumentale all'investimento azionario*, in AA.VV., *Il bilancio consolidato nella prospettiva dell'azionista*, Giuffrè, Milano, 1997.

BRUNETTI G., *Le tipologie di gruppo e la pianificazione aziendale*, in *Saggi di economia aziendale per Lino Azzini*, Giuffrè, Milano, 1987.

BRUSA L.- GUELFY S.-ZAMPROGNA L., *Finanza d'impresa*, ETAS, Milano, 2001.

BUONGIORNO M.-GORI L., *La valutazione d'azienda nella pratica professionale*, Euroconference editore, Verona , 2007.

BUTTIGNON F., *La strategia aziendale e il valore economico del capitale*, Cedam, Padova, 1990.

BUZZACCHI L.-COLOMBO M.G., *Gruppi di imprese e proprietà*, in *Politica economica*, 2, 1994.

CABRAI G., *I gruppi di imprese: riferimenti legislativi*, in *Legislazione Economica*, settembre 1977-agosto 1978, II, Giuffrè, Milano, 1979.

CAGNASSO O.-LOCATELLI P. (a cura di), *Il bilancio consolidato. Profili della disciplina*, Giappichelli, Torino, 1997.

CALTABIANO G., *IPOs 2001: multipli di valutazione e comparabili*, in *La valutazione delle aziende*, 2001, n. 26 .

CAPODAGLIO G., *Le valutazioni aziendali ordinarie*, Clueb, Bologna, 1997.

CARAMEL R., *Il bilancio consolidato. Le norme di legge e le regole tecniche per redigere il consuntivo di gruppo*, Il Sole 24 ore libri, Milano, 1995.

CARAMIELLO C., *Il problema della valutazione di azienda in caso di cessione*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 1977.

CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda: prime riflessioni introduttive*, Giuffrè, Milano, 1993.

CARATOZZOLO M., *Il bilancio consolidato di gruppo. Profili economici e giuridici*, Giuffrè, Milano 1994.

CASELLI L.-FERNANDO M.F.-GOZZI A., *Il gruppo nell'evoluzione del sistema aziendale*, Angeli, Milano, 1990.

CASSANDRO P.E., *I gruppi aziendali*, Cacucci editore, Bari, 1988.

CASSANDRO P.E., *La formazione dei bilanci di gruppo*, Cacucci editore, Bari, 1975.

CASSANDRO P.E.-SARCONE S., *Il bilancio consolidato di gruppo*, in ARDEMANI E. (a cura di), *L'impresa*, vol. III, Giuffrè, Milano, 1991.

CATTANEO M., *Alcune osservazioni sulla scelta della formula di valutazione del capitale economico*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1986.

CATTANEO M., *La valutazione delle partecipazioni: un problema che ritorna*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5, 1976.

CATTANEO M., *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, 1998.

CATTANEO M., *La triste dinamica dell'azionista*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 27.

CECCHI M., *Economia dei gruppi e delle aggregazioni aziendali*, Franco Angeli, 2005.

CELIA P., *Underpricing, oversubscription, ownership dispersion e liquidità nel mercato secondario: evidenze dalle ultime operazioni italiane*, documento Internet 2.

CERQUA G., *Appunti su avviamento di gruppo e valutazione dei pacchetti di controllo del gruppo*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, anno 1995, volume 95, fascicolo 1/2, pagg. 48-72.

CERQUA G., *Interferenze logiche e terminologiche tra goodwill e intangibles asset di gruppo con assonanti loro informazioni nel bilancio consolidato*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, luglio-agosto, anno 1995.

CESALI A., *I gruppi d'impresa, nell'esperienza giuridica europea*, in *Rivista Italiana delle Società*, nn. 2-3, 1995.

CHIACCHIERINI C., *Valore dei beni immateriali e vantaggio competitivo*, Cedam, Padova, 1995.

CINQUE E., *I gruppi economici. Profili aziendali e strumenti di informazione contabile*, CEDAM, Padova, 2000.

CINQUE E., *Le transazioni infragruppo nel bilancio consolidato*, Cedam, Padova, 1996.

CODA V., *Introduzione alla valutazione dei capitali economici d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1963.

COLOMBO G.E., *Informazione societaria e gruppi di società*, in *L'informazione societaria*, Giuffrè, Milano, 1982.

COLOMBO G.E., *Fusioni, acquisizioni e scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali*, Egea, Milano, 1992.

COLOMBO G.E.-OLIVIERI G., *Il bilancio consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da COLOMBO G.E. e PORTALE G.B., vol. 7, *Bilancio d'esercizio e consolidato*, Utet, Torino, 1994.

COLUCCI E.-RICCOMAGNO F., *Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato. Analisi e soluzioni tecniche*, Cedam, Padova, 1995.

COMUZZI E., *La misurazione della performance nelle aggregazioni aziendali*, Cedam, Padova, 1996.

CONFALONIERI M., *La valutazione delle imprese in dissesto*, in *Rivista Dottori Commercialisti*, marzo-aprile, 1979.

CONFALONIERI M., *I principi di valutazione degli elementi patrimoniali: considerazioni introduttive*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, novembre-dicembre, 1984.

CONTE V., *La valutazione del capitale economico aziendale tramite criteri reddituali in presenza di partecipazioni*, in *Rivista Italiana di Ragioneria ed Economia Aziendale*, gennaio-febbraio, 1994.

CONTRACTOR F.J.-LORANGE P., *La cooperazione tra imprese*, Etas Libri, Milano, 1990.

COPELAND T.- KOLLER T.- MURRIN F., *Il valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore, 2002.

CORNACCHIA S.-SALA L., *Gli effetti delle politiche commerciali sui multipli del settore distributivo*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 45.

CORVI E., *Considerazioni sulla valutazione del rischio d'impresa nella determinazione del capitale economico d'azienda*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 2, 1985.

COTTA RAMUSINO E.-RINALDI L., *La valutazione d'azienda*, Il Sole 24 ore, Milano, 2003.

D'AMICO E., *La valutazione delle banche. Modelli per la determinazione del rischio, del tasso di sconto e del valore del capitale economico*, Giappichelli, Torino, Torino, 1995.

D'AMICO E.-LAGHI E., *Le metodologie di stima del capitale economico delle aziende. Un raffronto tra la teoria e la prassi italiana e quella dei paesi di lingua anglosassone. Il caso delle banche*, Kappa, Roma, 1996.

DAMODARAN A., *The dark side of valuation*, Financial Times, 2009.

DAMODARAN A., *Valutazione delle aziende*, Apogeo, 2008.

DAMODARAN A., *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw Hill Libri Italia, Milano, 1997.

DEMATTE' C., *La gestione dei gruppi: la prospettiva aziendale*, in BALZARINI P.-CARCANO G.-MUCCIARELLI G. (a cura di), *Atti del convegno internazionale di studi su I gruppi di società* (Venezia, 16-18/11/95), Giuffrè, Milano, 1996.

DEZZANI F., *Il bilancio consolidato e le società estere: i metodi di conversione in moneta italiana dei loro bilanci*, in *Scritti di Economia Aziendale per Egidio Giannessi*, Pacini, Pisa, 1987.

DI FLAMINIO A., *Quali multipli nelle IPO italiane*, in *La valutazione delle aziende*, 2001, n. 20.

DI LAZZARO F., *I tassi nella determinazione del capitale economico aziendale*, Giuffrè, Milano, 1990.

DI LAZZARO F., *Le leve del profitto nelle imprese e nei gruppi*, Giuffrè, Milano, 1997.

D'IPPOLITO T., *Concentrazioni e gruppi nel diritto interno*, in *Giurisprudenza Commerciale*, parte I, 1988.

ENRIQUES L., *Gruppi piramidali, operazioni infragruppo e tutela degli azionisti esterni: appunti per un'analisi economica*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1997.

FACCHINETTI I.-TASCHINI M., *Strategia e valutazione nelle acquisizioni di aziende*, Giuffrè, Milano, 1989.

FADDA L., *Il tasso di attualizzazione nella valutazione d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1994.

FERNANDEZ P.-CARABIAS J. M., *96 commons error in company valuations*, IESE Business School, Madrid, 2006.

FERNANDEZ P., *Valuation methods and shareholder value creation*, Academic Press., Londra - San Diego, 2002.

FERRARO O., *Principi, struttura e forma del bilancio nei Principi Contabili Internazionali. Profili evolutivi ed evidenze empiriche*, Franco Angeli, 2010.

FERRERO G., *Alcune precisazioni sulla valutazione delle aziende. Brevi note metodologiche*, in *Contabilità & Bilancio*, n. 73, 1991.

FERRERO G., *Il ruolo delle valutazioni analitico – patrimoniali nei processi estimativi di aziende oggetto di rilievo*, in *Saggi di ragioneria e di economia aziendale. Scritti in onore di Domenico Amodeo*, Cedam, Padova, 1987.

FERRERO G., *La valutazione economica del capitale di impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

FICI L., *La gestione del valore delle attività di supporto per il controllo dei costi di struttura*, Cedam, Padova, 2000.

FIDANZA B., *Efficacia nelle valutazioni del metodo dei multipli di mercato. Una verifica empirica sul mercato italiano*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 46.

FIDANZA B., *Quale comparabile per la valutazione tramite multipli delle imprese italiane?*, in *La valutazione delle aziende*, 2008, n. 48.

FONDAZIONE ARISTEIA, *Direzione e coordinamento di società nella riforma del diritto societario*, Documento n. 35, ottobre 2003.

FORTUNA F., *Crisi finanziaria, management e comunicazione esterna d'impresa: alcune considerazioni*, *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, 2009, n. 9-10.

FORTUNATO S., *La funzione del bilancio consolidato nella tutela degli interessi correlati al gruppo*, in *Rivista di Diritto Commerciale*, n. 1, 1993.

FOSSATI E., *Direzione e controllo nei gruppi aziendali*, Giuffrè, Milano, 1990.

FRATTINI G., *Il valore di acquisizione delle aziende in funzionamento*, in *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 5, 1984.

FRYKMAN D.-TOLLERYD J., *Valutare l'impresa*, Pearson Paravia Bruno Mondadori, 2005.

- GALASSI G., *Concentrazione e cooperazione aziendale*, Giuffrè, Milano, 1969.
- GALEOTTI M., *La valutazione strategica nell'ipotesi di cessione dell'azienda*, Milano, Giuffrè, 1995.
- GERACI L., *L'esperienza del gruppo Compart nella corporate governance*, in AA.VV., *Corporate Governance*, 2000.
- GHIRINGHELLI P., *Stima e impiego dei multipli unlevered: il caso del settore water*, in *La valutazione delle aziende*, 1998, n. 11.
- GIACCARI F., *Dimensioni e controllo delle imprese. Il ruolo dei gruppi aziendali nella realtà italiana*, Cacucci, Bari, 1996.
- GIANNESI E., *Appunti di economia aziendale*, Pacini, Pisa, 1979.
- GIANNOTTA L., *L'utilizzo del metodo dei multipli borsistici per la valutazione d'azienda ai fini della quotazione in Borsa: sviluppo di un caso*, *Analisi Finanziaria*, 1998, n. 29.
- GIUSSANI A.-MANELLI L.-NAVA P.-PORTALUPI A., *Bilancio consolidato*, Memento pratico, IPSOA, Francis Lefebvre, Milano, 2002.
- GOZZI A., *Uno schema aggiornato per la valutazione strategica*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n.4, 1990.
- GRANDIS F.G., *I metodi misti di valutazione delle aziende. Un'analisi comparativa*, Giappichelli, Torino, 1994.
- GROSSI S.-PANCALDI M.-URBANI A., *Il bilancio consolidato: profili giuridici ed interpretazioni operative con le novità dei principi contabili, esempi pratici*, Buffetti, Roma 1995.

GUATRI L., *La valutazione delle aziende in perdita*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 1, 1983.

GUATRI L., *La valutazione delle aziende*, III ed., Giuffrè, Milano, 1987.

GUATRI L., *50 anni di valutazioni aziendali. Dal pionierismo all'internazionalizzazione*, Università Bocconi Editore, Milano, 2006.

GUATRI L., *Errori e approssimazione negli assunti delle valutazioni*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 44.

GUATRI L., *Nuovi orizzonti per le stime del capitale economico d'impresa*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, 1990.

GUATRI L., *Gli errori di valutazione in sede giurisdizionale. Ricerca di un apparato metodologico*, in *La valutazione delle aziende*, 2007, n. 45.

GUATRI L., *Il giudizio integrato di valutazione, dalle formule al processo valutativo*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000.

GUATRI L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1996.

GUATRI L., *La produzione e il mercato*, Giuffrè, Milano, 1950.

GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.

GUATRI L., *La valutazione delle aziende. Teoria e pratica dei paesi avanzati a confronto*, Egea, Milano, 1990.

GUATRI L., *Valutazioni "assolute" e "relative" a confronto*, in *La valutazione delle aziende*, 2002, n. 24.

GUATRI L.-BINI M., *I moltiplicatori nella valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2002.

GUATRI L.-BINI M., *L'uso dei multipli ai fini della formulazione di giudizi di valore*, in *La valutazione delle aziende*, 2000, n. 18.

GUATRI L.-BINI M., *La qualità delle valutazioni. Una metodologia per riconoscere e misurare l'errore*, Università Bocconi Editore, Milano, 2007.

GUATRI L.-BINI M., *Multipli "aggiustati" e "multipli clean"*, in *La valutazione delle aziende*, 2002, n. 24-25.

GUATRI L.-BINI M., *Veri e falsi multipli di valore: una rilettura concettuale*, in *La valutazione delle aziende*, 2001, n. 22.

GUATRI L.-BINI M., *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2005.

GUATRI L.-BINI M., *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2007.

GUATRI L.-BRUGGER G., *La valutazione dei cespiti*, Egea, Milano, 1989.

GUATRI L.-SICCA L., *Strategie, Leve del valore, Valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000.

GUATRI L.-UKMAR V., *Linee guida per le valutazioni economiche*, Egea, Milano, 2009.

GUGLIELMI G.- CECCARELLI N., *La valutazione delle società Internet*, in *La valutazione delle aziende*, 1999, n. 14.

GUGLIELMI G., *Le determinanti dei multipli utilizzati per la valutazione delle società di trading on-line*, in *La valutazione delle aziende*, 2000, n. 16.

GUIGGI A.B., *Contributi metodologici alla determinazione del saggio di capitalizzazione nella valutazione economica dell'impresa*, in *Il Risparmio*, n. 5, 1989.

GUIGGI A.B., *Le aggregazioni di imprese. Gli incerti confini dell'aziendalità*, Giappichelli editore, Torino, 2001.

GUSTARELLI E., *Il gruppo e la sua valutazione*, Rivista dei dottori commercialisti, anno 1991, fascicolo 1, pag. 27.

HAMADA, *Portfolio analysis, market equilibrium and corporate finance*, in *Journal of Finance*, n. 24, 1969.

LAGHI E., *I beni immateriali non contabilizzati: problemi di classificazione e valutazione ai fini della stima del capitale economico d'impresa*, in *Auditing*, n.17, 1993.

LAI A., *Le aggregazioni di imprese. Caratteri istituzionali e strumenti per l'analisi economico-aziendale*, Franco Angeli, Milano, 1993.

LAMANNA DI SALVO D., *I metodi di determinazione del valore delle imprese: analisi dell'evoluzione storica delle metodologie valutative*, Editrice UNI Service, 2005.

LAMBERTINI F., *La valutazione del capitale economico dei gruppi*, Patron Editore, Bologna, 1995.

LAMBERTINI F., *Valutazione di cessione di aziende in perdita*, in *Rivista di Ragioneria e di Economia Aziendale*, 1985.

LAMONICA S., *Considerazioni economico-finanziarie sulle tecniche di valutazione d'azienda*, in *Rivista delle società*, 1981.

LIGUORI M., *Il bilancio consolidato di gruppo*, in AA.VV., *Il bilancio d'esercizio. Problemi attuali*, Giuffrè editore, Milano, 1978.

MAGNANI D.-STOCCO S., *Impairment test e principi internazionali in tempo di crisi*, Amministrazione & Finanza, 2008, n. 20.

MANCARUSO M., *La valutazione d'impresa in situazioni di mercati turbolenti*, Contabilità finanza e controllo, 2008, n. 31.

MANERA M., *Aspetti fiscali della valutazione d'azienda*, Utet libreria, Torino, 1993.

MARCATO G., *Prezzi di Borsa e nuove tecnologie: alcune recenti riflessioni di Alan Greenspan*, in *La valutazione delle aziende*, 2000, n. 16.

MARCHI L.-ZAVANI M., *Economia dei gruppi e bilancio consolidato. Una interpretazione degli andamenti economici e finanziari*, Giappichelli editore, Torino, 2004.

MARCHINI I., *La situazione patrimoniale nella valutazione delle aziende*, in *Rivista Dottori Commercialisti*, 1987.

MARINIELLO L.S., *Bilancio consolidato. Aspetti economico-giuridici*, Giappichelli editore, Torino, 1999.

MASINI C., *La dinamica economica nei sistemi dei valori d'azienda: valutazioni e rivalutazioni*, Giuffrè, Milano, 1955.

MASSARI M., *La valutazione delle banche: uno schema di riferimento*, in *La valutazione delle aziende*, 1999, n. 13.

MASSARI M., *La valutazione delle holding di gruppo sul fondamento del bilancio consolidato*, Finanza marketing e produzione, anno 1990, fascicolo 4, pag. 47.

MASSARI M., *Valutazione. Fondamenti teorici e best practice nel settore industriale e finanziario*, McGraw-Hill, 2008.

MASSARI M., *Questioni di metodo a proposito della misurazione del rischio ai fini della valutazione delle aziende*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 4, 1987.

MASSARI M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw, Milano, 1998.

MASSARI M.- ZANETTI L., *Alcune riflessioni sull'utilizzo dei multipli di transazioni comparabili*, in *La valutazione delle aziende*, 2003, n. 28.

MASSARI M.- ZANETTI L., *Valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 2004.

MECHELLI A., *Il rendiconto finanziario consolidato*, Cedam, Padova, 2008.

MECHELLI A., *La stima del valore finale nella valutazione del capitale economico d'impresa. Profili teorici ed evidenze empiriche*, Giuffrè, 2004.

MELES A., *I costi di quotazione per le società venture backed: un'analisi per il mercato italiano*, Convegno ADEIMF, Capri, 2008.

MILANO F., *La valutazione delle aziende*, documento Internet.

MILES R.C., *Guida alla valutazione delle imprese*, Franco Angeli, Milano, 1994.

MINERVINI G., *La capogruppo e il governo di gruppo*, in BALZARINI P.-CARCANO G.-MUCCIARELLI G. (a cura di), *Atti del convegno internazionale di studi su I gruppi di società* (Venezia, 16-18/11/95), Giuffrè, Milano, 1996.

MIO C., *Informazione e controllo nei gruppi*, Giappichelli, Torino, 1993.

MONTEFORTE D., *Teorie e tecniche della valutazione d'azienda. Una ricostruzione in chiave evolutiva*, Morlacchi Editore, 2005.

MONTRONE A., *Il bilancio consolidato. Evoluzione normativa e metodologie di redazione*, Franco Angeli, Milano, 2004, p. 126 e ss.

MORO VISCONTI R., *La governance nei gruppi e nelle reti di imprese. Conflitti fra stakeholders e diffusione di valore*, Etas, Milano, 2001.

MORPURGO E., *L'uso crescente del metodo dei multipli di mercato nel M&A*, in *La valutazione delle aziende*, 2004, n. 32 .

MUSAIO A.-FABBRINI G., *Contabilità e Bilancio. Fondamenti e disciplina*, Franco Angeli, Milano, 2005.

NATI A.M., *Le partecipazioni e il bilancio di gruppo: problemi di valutazione e consolidamento*, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, anno 1985, fascicolo 12, pag. 579.

OLIVOTTO L., *La valutazione economica dell'impresa*, Cedam, Padova, 1983.

ONESTI T., *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, maggio-giugno, 1988.

ONESTI T., *La valutazione delle partecipazioni. Aspetti economici, civilistici e fiscali*, Cedam, Padova, 1990.

ONESTI T., *Sconti di minoranza e sconti di liquidità*, Cedam, Padova, 2002.

ONIDA P., *L'avviamento nelle valutazioni di cessioni o di liquidazione d'azienda*, in *Rivista Italiana di Scienze Commerciali*, 1949.

ONIDA P., *Osservazioni sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico*, in *Scritti in memoria di A. Riparbelli*, Cursi, Pisa, 1975.

ONIDA P., *Le dimensioni del capitale di impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, 1951.

PACI I., *Temi di finanza aziendale*, Franco Angeli, Milano, 2007.

PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, Utet, Torino, 1992.

PAGANELLI O.-LAMBERTINI F., *Valutazioni di cessione delle aziende in esercizio*, Clueb, Bologna, 1986.

PASSAPONTI B., *I gruppi e le aggregazioni aziendali*, Giuffrè, Milano, 1994.

PEDRIALI F., *Analisi finanziaria e valutazione aziendale. La logica applicativa con i nuovi principi contabili internazionali*, Hoepli, Milano, 2006.

PEDRIALI F., *Principali metodi di valutazione aziendale nel contesto dell'evoluzione finanziaria*, Franco Angeli, Milano, 2006.

PELLATI G., *La valutazione di un gruppo con settori di attività differenziati*, Contabilità finanza e controllo, anno 2009, volume 32, fascicolo 5, pagg. 437-446.

PELLATI G., *La valutazione di un gruppo sulla base del bilancio consolidato*, Contabilità finanza e controllo, anno 2005, volume 28, fascicolo 10, pagg. 813-821.

PELLATI G., *Valutazione delle aziende appartenenti a un gruppo*, Contabilità finanza e controllo, anno 2002, volume 25, fascicolo 7, pagg. 744-755.

POZZOLI M.- ZAMPICCOLI M., *Il punto sulla valutazione d'azienda: multipli di mercato*, Guida alla contabilità e al bilancio, 2007, n. 23.

PEPE F., *Holdings, gruppi e bilanci consolidati*, Giuffrè, Milano, 1968.

PETROCCHI M., *L'analisi qualitativa nelle valutazioni d'azienda*, Ipsoa, Milano, 1990.

PISANI M., *La misura delle prestazioni nel bilancio d'esercizio*, Franco Angeli, Milano, 2007.

PISONI P.-BUSSO D., *Il bilancio consolidato*, Giuffrè, Milano, 2005.

PROVASOLI A., *Il controllo nei gruppi aziendali*, in FANNI M. (a cura di), *Controllo societario e direttive europee*, Etas, 1991.

RENOLDI A., *La valutazione dei beni immateriali. Metodi e soluzioni*, Egea, Milano, 1992.

RENOLDI A., *Lo sconto di minoranza non esiste?*, in *La valutazione delle aziende*, 1998, n. 8.

RICCIARDI A., FABBRINI G., *Intangible assets. Principi contabili, modalità di reporting e tecniche di valutazione*, Franco Angeli, 2007.

RICCIARDI A., *L'outsourcing strategico*, Franco Angeli, Milano, 2000.

RICCIARDI A., *Le reti di impresa. Vantaggi competitivi e pianificazione strategica*, Franco Angeli, Milano, 2003.

RINALDI L.-PELLATI G., *Guida alla valutazione delle piccole e medie imprese*, Il Sole 24 ore, Milano, 2002.

RINALDI L., *L'analisi del bilancio consolidato. Aspetti critici dell'apprezzamento dell'economicità di gruppo tramite la lettura, l'analisi e l'interpretazione del bilancio consolidato*, Giuffrè, Milano, 1999.

ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico dei gruppi : alcune riflessioni sulle stime fondate sul bilancio consolidato*, Rivista italiana di

ragioneria e di economia aziendale, anno 1997, volume 97, fascicolo 5/6, pagg. 278-292.

ROMAGNOLI I., *La valutazione analitica delle partecipazioni ai fini della stima del capitale economico dei gruppi di imprese*, Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale, anno 1997, volume 97, fascicolo 9/10, pagg. 482-491.

ROMAGNOLI I., *La valutazione del capitale economico nei gruppi aziendali*, Edizioni Kappa, Roma, 1997.

ROPPO A., *Valutazione d'azienda*, Guida alla contabilità e al bilancio, 2009, n. 12 .

ROPPO A.-CENSI O., *Il punto sulla valutazione d'azienda: multipli di mercato*, Guida alla contabilità e al bilancio, 2007, n. 23.

ROPPO A.-CENSI O., *Metodo valutativo dei multipli di mercato*, Guida alla contabilità e al bilancio, 2007, n. 23.

ROPPO A.-ROPPO V., *Valutazione dei gruppi di imprese sulla base del bilancio consolidato*, Guida alla contabilità & bilancio, anno 2008, fascicolo 2, pagg. 67-72.

ROPPO A.-ROPPO V., *Valutazione di gruppi di imprese*, Guida alla contabilità & bilancio, anno 2007, fascicolo 19, pagg. 67-74.

SANTINI R., *Piani finanziari e valore d'impresa*, Il Mulino, Bologna, 2007.

SARACENO P., *La produzione industriale*, Libreria Universitaria, Venezia, 1978.

SARCONE S., *I gruppi aziendali*, Giappichelli Editore, Torino, 1993.

SETTI S., *I metodi basati sui multipli di mercato nelle valutazioni*, Contabilità Finanza e Controllo, 2008, n. 28.

SIMONCINI M., *Il metodo reddituale puro. Approfondimenti ed applicazioni*, Giappichelli, Torino, 1993.

SIMONE M., *Un caso di valutazione di un'azienda di distribuzione: il Gruppo Bofrost*, Amministrazione & finanza, anno 2006, volume 21, fascicolo 8, pagg. 47-54.

SIPALA G., *La valutazione delle aziende*, Milano, Giuffrè, 1994.

SORCI C., *Note critiche e metodologiche sulla valutazione delle aziende avviate*, in *Rivista Dottori Commercialisti*, 1994.

SORCI C.-FALDETTA G., *I gruppi come strumenti di governo delle aziende*, Giuffrè, Milano, 2008.

TAMAROWSKI C., *Il corporate discount nella valutazione dei gruppi : inquadramento teorico e problemi di misurazione in Italia* Finanza marketing e produzione, anno 1997, volume 15, fascicolo 2.

TERZANI S., *Il bilancio consolidato*, CEDAM, Padova, 1992.

TERZANI S., *Il sistema dei bilanci*, Franco Angeli, Milano, 2002.

TESSITORE S., *Alcune riflessioni sui concetti di capitale e di gruppo*, in AA.VV., *Finanza aziendale. Scritti in onore di Giorgio Pivato*, vol.II, Giuffrè, Milano, 1982.

TETTAMANZI P.-PRENCIPE A., *Bilancio consolidato. Tecniche di redazione e di analisi secondo i nuovi principi internazionali*, EGEA, Milano, 2009.

TRENTO S., *Il gruppo di imprese come modello nei Paesi ritardatari*, in AA.VV., *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici e istituzionali*, Banca d'Italia, Roma, 1994.

VERMIGLIO F., *Valutazione dell'azienda in occasione di trasferimento*, in *Il trasferimento di azienda. Aspetti civilistici e fiscali*, Edizioni giuridiche Battista, Palermo, 1989.

VILLANI M., *Initial Public Offering: un'analisi delle principali scelte valutative*, in *La valutazione delle aziende*, 2007.

ZANDA G., *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli editore, Torino, 1996.

ZANDA G.-D'AMICO E.-LAGHI E.-ORECCHI G., *La stima del capitale economico d'impresa: modelli per la determinazione del premio per il rischio*, in *Rivista Bancaria*, n.6, 1994.

ZANDA G.-PUCCI S., *La valutazione del portafoglio lavori nella stima del capitale economico dell'azienda*, Giappichelli, Torino, 1991.

ZANDA G.-LACCHINI M., *La valutazione dei marchi d'impresa*, Cedam, Padova, 1991.

ZANDA G.-LACCHINI M., *La stima del valore del capitale umano ai fini della valutazione d'azienda*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, luglio-agosto, 1989.

ZANDA G.-LACCHINI M., *La valutazione delle aziende operanti in gruppo, tassonomia e problemi metodologici*, in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale*, anno 1990, fascicolo 7/8, pag. 296.

ZANDA G.-LACCHINI M.-ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, 1992.

ZANDA G.-LACCHINI M.-ONESTI T., *La valutazione del capitale umano nell'impresa. Modelli qualitativi e quantitativi di logica economica-aziendale*, Giappichelli, Torino, 1993.

ZANDA G.-LACCHINI M.-ORICCHIO G., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2005.

ZANETTI L., *Valori e prezzi nelle acquisizioni: le determinanti delle divergenze*, in *La valutazione delle aziende*, 2000, n. 18.

ZATTONI A., *Economia e governo dei gruppi aziendali*, EGEA, Milano, 2000.