



UNIVERSITÀ  
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali**

*Corso di Laurea Magistrale in  
Economia e Gestione delle imprese*

**Effetti delle fusioni per incorporazione sulle  
performance aziendali: un'analisi degli indici di  
bilancio**

**Relatore:**

**Prof. Navaroni Matteo**

**Tesi di Laurea  
di Camer Martina**

**Matr. n.518590**

**Anno Accademico 2023-2024**

## **INDICE**

Introduzione.....	2
Capitolo 1: Le operazioni straordinarie negli aspetti civilistici e fiscali.....	5
1.1 Aspetti definatori.....	7
1.2 Aspetti tassonomici.....	12
1.3. Aspetti normativi.....	15
1.4 Aspetti fiscali.....	25
1.5. Aspetti contabili.....	29
Capitolo 2: La fusione.....	35
2.1 Cenni al fenomeno delle fusioni in Italia.....	36
2.2 Definizione, tipologie e aspetti generali della fusione.....	39
2.3 Aspetti civilistici.....	49
2.4 Il processo di fusione.....	55
2.5 Aspetti contabili.....	57
2.6 Aspetti fiscali e tributari.....	71
2.7 Differenze in merito alla fusione tra OIC e IFRS/IAS.....	75
Capitolo 3: Analisi empirica delle performance pre-fusione e post-fusione.....	79
3.1 Presentazione del campione di imprese e obiettivi della ricerca.....	79
3.2 Analisi degli indici.....	81
3.3 Conclusioni dell'analisi empirica.....	105
Conclusioni.....	109
Bibliografia dei documenti contabili e bilanci aziendali.....	112
Bibliografia e sitografia.....	113

## **Introduzione**

Il contesto economico, sia globale che locale, si caratterizza per un forte dinamicità dovuta ai rapidi cambiamenti tecnologici, alle incertezze economiche e alle crescenti pressioni competitive, che rendono l'ambiente economico sempre più complesso e *disruptive*. Le imprese, in questa situazione, sono chiamate ad evolversi costantemente in modo flessibile e strategico al fine di rispondere alle esigenze di cambiamento, cruciali per la sopravvivenza e il successo delle società stesse. Le capacità di adattamento continuo e l'abilità di implementare strategie di crescita e ristrutturazione diventano un elemento essenziale per garantire competitività e successo.

Negli ultimi anni, le operazioni straordinarie, soprattutto sotto forma di operazioni di riorganizzazione societaria, hanno assunto una rilevanza crescente, determinata dalla necessità di ottimizzare le risorse aziendali, espandere la presenza nei mercati di riferimento e ridurre la pressione concorrenziale. Tali operazioni non hanno solo l'obiettivo di migliorare l'efficienza e rafforzare il posizionamento competitivo, ma rappresentano anche una risposta strategica alle sfide poste da un ambiente economico in continuo mutamento. Tuttavia, l'effetto concreto di queste operazioni sulle performance aziendali rimane un tema di grande interesse per analisti e studiosi. In tale senso, questa ricerca si propone di esaminare, nello specifico, l'operazione straordinaria di fusione e l'impatto della fattispecie "incorporazione" su specifici indici di bilancio, con l'obiettivo di comprendere in che modo tali operazioni influenzano la stabilità finanziaria e le prospettive di crescita delle imprese coinvolte, anche attraverso un'analisi empirica. Inoltre, l'elaborato intende valutare l'efficacia degli strumenti di bilancio nel fornire una rappresentazione accurata delle condizioni aziendali post-fusione, verificando se gli indicatori possano essere considerati validi strumenti di misurazione per interpretare i cambiamenti nelle performance.

La struttura del presente elaborato è articolata in tre capitoli principali, ciascuno dei quali affronta un aspetto cruciale del tema in oggetto, combinando un approccio inizialmente teorico e successivamente un approfondimento

empirico. Tale scelta consente di esaminare in modo completo sia il quadro normativo e contabile delle operazioni straordinarie in senso generico e successivamente della fusione nello specifico, sia gli effetti concreti delle fusioni per incorporazione sulle performance aziendali.

Il primo capitolo dal titolo “*Le operazioni straordinarie negli aspetti civilistici e fiscali*” presenta un excursus dedicato agli aspetti normativi e civilistici delle operazioni straordinarie, tra cui vengono identificati gli istituti della trasformazione, della fusione, della scissione, della cessione d’azienda, dei conferimenti e della liquidazione e scioglimento. In questa sezione si presenta inizialmente un approfondimento sui confini di tale gruppo di operazioni e sulla puntuale definizione di questi, elementi di cui tuttora non si ha un’opinione riconosciuta da tutti. Successivamente, viene fatta luce su come queste operazioni siano regolate dal Codice civile italiano, inquadrandole nel contesto più ampio della disciplina societaria. In tal senso, si propone una panoramica delle tipologie esistenti per ciascun istituto e le principali spinte motivazionali che discriminano la scelta tra l’una o l’altra operazione societaria. Chiude il capitolo un breve approfondimento degli aspetti fiscali e degli aspetti contabili delle stesse. Il capitolo ha l’obiettivo di fornire un quadro generale chiarendo gli elementi essenziali che caratterizzano le operazioni straordinarie.

La trattazione prosegue con il capitolo centrale dal titolo “*La fusione*”, che approfondisce, come si evince dalla denominazione, l’operazione straordinaria della fusione. Il secondo capitolo espone in primo luogo l’andamento del fenomeno delle fusioni nel mondo e in Italia, differenziando tali andamenti anche dal punto di vista settoriale. Segue una dissertazione in cui si espongono le differenti tipologie di fusione e alcuni aspetti generici, tra cui il rapporto di concambio di fusione teorico ed effettivo. I paragrafi successivi presentano un focus sugli aspetti civilistici, con una descrizione dei principali articoli del Codice civile italiano; contabili, dove viene dedicato spazio ai fenomeni della retrodatazione e della postdatazione ed alle differenze da annullamento e da concambio; ed in ultimo agli aspetti fiscali e tributari, approfondendo il tema della fiscalità neutrale. L’ultimo paragrafo del capitolo pone un’attenzione

particolare al confronto tra i principi contabili nazionali (OIC) e quelli internazionali (IAS/IFRS), evidenziando le differenze nella rilevazione delle poste di bilancio e le implicazioni che queste hanno sulla rappresentazione contabile delle fusioni.

Il terzo capitolo “*analisi empirica delle performance pre-fusione e post-fusione*” presenta un approfondimento degli effetti delle fusioni per incorporazione su un campione di imprese italiane che hanno realizzato tali operazioni nel 2023, con l’obiettivo di valutare se e come la fusione abbia influenzato gli indicatori di bilancio, evidenziando variazioni nelle performance finanziarie, nella redditività e nella struttura patrimoniale delle imprese. L’analisi viene suddivisa rispetto a differenti tipologie di analisi tra cui, in ordine di trattazione, vi sono la valutazione d’azienda, l’analisi della liquidità, l’analisi della solidità, l’analisi della redditività e, infine, alcune analisi predittive. Il capitolo si conclude con una serie di considerazioni sull’analisi degli indici.

## **Capitolo 1: Le operazioni straordinarie negli aspetti civilistici e fiscali**

Le operazioni straordinarie sono uno dei temi che nell'ultimo periodo hanno assunto sempre maggiore rilievo, rientrando più frequentemente nelle prassi dalle imprese. Tanta è l'attenzione che viene riservata a queste, tanta è la complessità dell'argomento che rende il tema per certi versi molto sfidante in virtù della sua eterogeneità, della mancanza di un consenso generale sulla definizione di tale gruppo di istituti e, infine, dell'assenza di una tassonomia riconosciuta. Infatti, seppur la categoria delle operazioni straordinarie sia ben riconosciuta a livello di legislazione, di giurisprudenza e di prassi restano incerti i suoi confini ed è complesso tracciare un elemento qualificante di tali operazioni.

La rilevanza di questi istituti si rende necessaria, se non fondamentale, per tutte quelle imprese che, in vista di una riconfigurazione della loro struttura organizzativa, vogliono dare atto ad un mutamento in termini strategico-aziendali, sia che si tratti di acquisizione e crescita, sia di risoluzione a crisi. Per le imprese, inoltre, è essenziale saper rispondere alle mutevoli condizioni del mercato, dimostrando una capacità di continuo adattamento, che rappresenta una delle condizioni di vitalità delle imprese. Quest'ultima capacità è un fattore indispensabile e va ad influenzare quotidianamente la struttura delle imprese, modificandone gli obiettivi e le strategie, portando ad un'attenzione sempre maggiore in riferimento alla crescita. Inoltre, è sempre più evidente la necessità di compiere questi cambiamenti in tempi sempre più rapidi in risposta al dinamismo del mercato. Le operazioni straordinarie sono una delle soluzioni più ricorrenti nei piani aziendali, ma prima che queste vengano attuate è necessario valutare in via preventiva le variabili civilistiche, fiscali e contabili di ciascuna operazione per non correre il rischio di compiere una scelta sbagliata. In ragione di quanto detto è indispensabile valutare con attenzione le diverse alternative consentite.

Tale ricerca, come prima accennato, porta con sé diverse difficoltà in ragione dell'assenza di una definizione riconosciuta in modo unitario e la conseguente mancanza di confini chiari degli istituti che appartengono alla categoria.

Una prima linea descrittiva di delimitazione si può ricercare nel binomio “ordinario” / “straordinario”, che riferito ad atti, sequenze di atti e/o attività è presente in molti segmenti del nostro ordinamento. Ad esempio, si individua nel campo dell'amministrazione o della gestione di patrimoni e attività, dove si distinguono gli atti di ordinaria e straordinaria amministrazione e nel campo della gestione di enti, dove si osserva la distinzione fra gestione ordinaria e straordinaria; inoltre, sono un esempio i bilanci societari, con la distinzione fra bilancio ordinario e bilancio straordinario.<sup>1</sup> È possibile osservare che nei casi in cui si applica il binomio, il termine “straordinario”, a meno che non esista una norma che ne stabilisca il significato preciso e dettagliato, viene definito per esclusione, ossia viene definito “straordinario” tutto ciò che non è “ordinario”. Questo comporta diverse conseguenze, la prima delle quali è domandarsi ciò che deve essere realmente definito quale ordinario, il che rappresenta chiaramente un'ulteriore sfida e un possibile limite. Si potrebbe associare quanto chiamato “ordinario” al termine “normale”, inteso di ordinaria amministrazione e dunque qualsiasi atto che nel concreto e con riferimento alla gestione costituisce la realizzazione degli obiettivi della gestione stessa e che rappresenta attività necessarie e inevitabili. In conseguenza di questo per esclusione rappresenta lo “straordinario” tutto ciò di cui viene scelta l'attuazione in ragione di una volontà soggettiva o in ragione di possibili vantaggi aggiuntivi.

Prima di entrare maggiormente nello specifico dell'operazione straordinaria di fusione si rende utile sviluppare un *excursus* degli aspetti definatori e tassonomici che lo stato attuale dell'arte presenta.

---

<sup>1</sup> A. Nigro (a cura di), *Diritto delle operazioni straordinarie*, Il Mulino, 2022.

### 1.1 Aspetti definatori

Per quanto concerne il primo punto esistono numerose definizioni di operazioni straordinarie, nessuna delle quali è stata resa universale e che si differenziano l'una dall'altra a seconda della disciplina specifica da cui derivano e dall'indirizzo che l'autore sceglie di perseguire. La prima definizione che si va ad osservare viene fornita dal dizionario di economia e finanza Treccani, la quale descrive le operazioni straordinarie quali

*“le operazioni realizzate al di fuori della gestione ordinaria delle società per diverse ragioni, come la modifica della struttura o della forma giuridica dell'impresa, il trasferimento della titolarità dell'azienda o del controllo dell'impresa, ovvero la liquidazione dell'azienda per procedere alla chiusura [...] sono realizzate quando si rende necessario adattare la forma giuridica dell'impresa alle mutate condizioni di mercato o di ambiente socioeconomico o legislativo; in vista di cambiamenti dei rapporti di forza tra soci, oppure di strategia verso nuove alleanze; oppure qualora emerga la necessità di adeguamento tecnologico delle forme di organizzazione dell'attività produttiva”<sup>2</sup>.*

Tale definizione deriva dalla dottrina aziendalistica che storicamente viene ritenuta la prima disciplina a definire le operazioni straordinarie e ad attuarle nel campo pratico. Questa prima spiegazione coglie già con accuratezza l'essenza delle operazioni e ne evidenzia alcune caratteristiche distintive: ne definisce la significatività nell'apportare modifiche sostanziali alla struttura, alla proprietà o all'esistenza della società. Racchiude alcune delle motivazioni che muovono le imprese verso tali cambiamenti, tra cui adeguamenti strutturali, ristrutturazione della proprietà, riallineamento strategico e cessazione dell'attività. Infine, sottolinea la spinta alla base dei cambiamenti, che non vengono intrapresi casualmente, ma sulla base di un'attenta

---

<sup>2</sup> Treccani, Dizionario di Economia e Finanza (2012). “Operazioni straordinarie” In Società, operazioni straordinarie; [https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/). [ultimo accesso: 14/06/2024].

valutazione strategica che successivamente ne garantisce la fattibilità e il successo a lungo termine.

Di seguito si riportano ulteriori definizioni che vanno a completare il complesso quadro definitorio, queste non solo presentano aspetti differenti, ma offrono anche una panoramica più completa e articolata, mettendo in luce le varie sfaccettature e le molteplici dimensioni degli istituti in trattazione, fornendone una visione più chiara e approfondita.

*“Le operazioni straordinarie sono complesse operazioni finalizzate alla ricerca della più economica dimensione dell’impresa e della sua struttura economico – finanziaria”<sup>3</sup>.*

Questa definizione pone l'accento sulla complessità delle operazioni straordinarie e su uno dei loro obiettivi che è ottimizzare la dimensione e la struttura economico-finanziaria dell'impresa, sottolinea l'importanza di queste operazioni nel rendere l'impresa più efficiente e sostenibile dal punto di vista economico, ricercando una riduzione dei costi e un miglioramento dell'efficienza operativa, garantendo che l'impresa operi alla sua capacità ottimale.

*“Le gestioni [...] straordinarie si riferiscono a quelle operazioni di carattere del tutto eccezionale, sia per la loro frequenza che per la rilevanza del loro impatto sull’economia delle imprese coinvolte [...], sono volte a riformularne le strategie e a modificarne le combinazioni economiche in atto, nella continua ricerca di condizioni di equilibrio economico a valere nel tempo, con ciò perseguendo anche un obiettivo di massimizzazione del valore del capitale investito”<sup>4</sup>.*

La definizione sottolinea che tali operazioni sono strumenti strategici utilizzati

---

<sup>3</sup> P. Onida, *“Le dimensioni del capitale di impresa”*, Giuffrè, 1951.

In slide di presentazione *“Le operazioni straordinarie – profili definitori”*, UniBo,it, [https://virtuale.unibo.it/pluginfile.php/1868365/mod\\_unibores/content/0/LE%20OPERAZIONI%20STRAORDINARIE%20Profili%20definitori.pptx](https://virtuale.unibo.it/pluginfile.php/1868365/mod_unibores/content/0/LE%20OPERAZIONI%20STRAORDINARIE%20Profili%20definitori.pptx) [ultimo accesso: 10/06/2024]

<sup>4</sup> G. Savioli, *“Le operazioni di gestione straordinaria”*, Giuffrè, 2012. In slide di presentazione *“Le operazioni straordinarie – profili definitori”*, UniBo,it.

per ridefinire le strategie aziendali e riorganizzare le risorse economiche al fine di mantenere un equilibrio economico duraturo. Inoltre, si evidenzia l'obiettivo di massimizzare il valore del capitale investito, indicando che queste operazioni non solo cercano l'equilibrio economico ma anche un incremento del valore per gli azionisti.

In altri casi si rilevano definizioni più complete e che tendono alla categorizzazione delle operazioni straordinarie:

*“Le operazioni straordinarie costituiscono eventi di particolare rilievo nella vita delle imprese, perché conducono alla nascita, alla modificazione, alla concentrazione, alla riduzione, al trasferimento dei sistemi aziendali, ne ridisegnano i confini, ne ridefiniscono le linee strategiche, obiettivi, indirizzi, logiche organizzative e processi, ne modificano i modi di agire e le caratteristiche del rischio”.*<sup>5</sup>

*“Sono tutti gli atti o procedimenti finalizzati alla riconfigurazione della struttura essenziale dell'azienda per adeguare la stessa alle mutate esigenze dell'impresa. Una categoria dunque elastica, idonea ad includere sia contratti che si limitano a determinare un mutamento della titolarità dell'azienda attraverso il suo trasferimento, o la cessione di suoi rami o di sue parti rilevanti, sia le modificazioni strutturali dell'organizzazione societaria quali la trasformazione, la fusione e la scissione di società, che qualificheremo come operazioni straordinarie di natura corporativa”.*<sup>6</sup>

La prima definizione offre una visione più ampia e strategica dell'impatto delle operazioni straordinarie, enfatizza la loro natura trasformativa e strategica,

---

<sup>5</sup> L. Potito, *“Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese”*, Giappichelli, 2004. In slide di presentazione *“Le operazioni straordinarie – profili definitori”*, UniBo, it, [https://virtuale.unibo.it/pluginfile.php/1868365/mod\\_unibores/content/0/LE%20OPERAZIONI%20STRAORDINARIE%20Profili%20definitori.pptx](https://virtuale.unibo.it/pluginfile.php/1868365/mod_unibores/content/0/LE%20OPERAZIONI%20STRAORDINARIE%20Profili%20definitori.pptx) [ultimo accesso: 10/06/2024]

<sup>6</sup> G. Palmieri, *“Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative”*, in *Il Fallimento*, n. 9/2009, p.1092. In A. Nigro (a cura di), *“Diritto delle operazioni straordinarie”*, Il Mulino, 2022.

descrivendole come eventi che ridisegnano e ridefiniscono vari aspetti dell'azienda, inclusi i confini, le strategie, le logiche organizzative e le caratteristiche del rischio. Invece, la seconda definizione fornisce una descrizione più tecnica e specifica degli atti e procedimenti coinvolti, si concentra sulla riconfigurazione della struttura essenziale dell'azienda per adattarsi alle mutate esigenze, descrivendo una categoria elastica che comprende sia contratti di trasferimento di proprietà che modifiche strutturali dell'organizzazione societaria.

Definizione che mostra un aspetto differente è quella di A. Vicari, che adotta una dimensione più comunitaria, si concentra sui rischi specifici associati alle operazioni straordinarie, in particolare quelli che possono danneggiare gli interessi dei soci di minoranza e dei creditori. Si riconosce che vi sia sempre un rischio per tali soggetti, anche durante le attività ordinarie, ma si sottolinea come questi rischi siano più intensi e concentrati in un periodo di tempo più breve e durante le operazioni straordinarie. Seguendo tale idea definisce le operazioni straordinarie quali:

*“decisioni societarie che comportino rischi specifici di pregiudizio degli interessi dei soci di minoranza e dei creditori (...) più intensi e riferiti ad un lasso temporale più ristretto rispetto a quelli tipici cui sono esposti gli stessi soci di minoranza e creditori nel corso dell’ordinaria attività d’impresa”.*<sup>7</sup>

La complessità del tema viene dunque confermata dalla difficoltà e dall’eterogeneità definitoria, è possibile considerare più che veritiere ciascuna delle definizioni sopra citate, ciascuna delle quali apporta ed evidenzia un aspetto di tali istituti; nessuna di queste può ritenersi completa e universalmente riconosciuta, in tal senso si condivide l’affermazione di Marco Saverio Spolidoro secondo cui *“la nozione di operazione straordinaria è empirica, non teoretica”*; il primo termine descrive definizioni basate su

---

<sup>7</sup> A. Vicari, *“L’armonizzazione europea del diritto societario in materia di operazioni straordinarie”*, tratto dal volume *Il diritto societario europeo e internazionale*, Utet Giuridica, 2016. In A. Nigro (a cura di), *Diritto delle operazioni straordinarie*, Il Mulino, 2022.

osservazioni dirette ed esperienze concrete, che possono essere verificate e misurate attraverso esperimenti e raccolta dati. Al contrario, una nozione teoretica deriva da principi astratti e ragionamenti deduttivi, utilizzando modelli concettuali e logici per spiegare fenomeni. Sempre secondo questa teoria i lessici possono essere strutturati sia come dizionari che come enciclopedie, nei primi le definizioni si basano su proprietà analitiche ed essenziali dell'oggetto, mentre le enciclopedie raccolgono definizioni che descrivono gli stati del mondo, informano sulle proprietà accidentali degli oggetti ed elencano le loro possibili caratteristiche. In tal senso, le enciclopedie hanno lo scopo di includere tutto ciò che si afferma, sia vero che falso, riguardo a una certa realtà, dando la possibilità a chi discute di una determinata questione di essere adeguatamente informato. In questo contesto, *“il concetto di operazione straordinaria è una nozione enciclopedica”*<sup>8</sup>, ciò implica che non sono rintracciabili delle caratteristiche comuni delle operazioni stesse comunemente associate a tale termine.

Lo stesso autore prosegue portando l'attenzione all'aspetto decisionale nel campo di tali istituti, questi è di comune accordo che siano delle vicende dell'impresa che vengono considerate estranee alla gestione ordinaria; questo porta ad una riflessione che deriva dall'uso stesso delle parole e dunque porta a comprendere se è esista un nesso tra le decisioni prese dall'assemblea ordinaria e straordinaria con quelle che sono le competenze nel campo delle operazioni straordinarie. Emerge che non vi sia una coincidenza con le operazioni che sono di regola decise dall'assemblea straordinaria; infatti, vi sono operazioni che competono a tale assemblea senza che siano definite come straordinarie, nel senso di questo elaborato, e vi sono, invece, operazioni definite come straordinarie, come le cessioni e i conferimenti d'azienda, che non competono all'assemblea straordinaria.

Evidenziando i punti essenziali che si possono estrarre da queste definizioni è

---

<sup>8</sup> M.S. Spolidoro, *“Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie”*, in Rivista di diritto societario, 2019, 285-316.

possibile delineare delle linee di tendenza affermando che operazioni straordinarie siano attività di dimensioni rilevanti che vanno in qualche modo ad impattare sulla struttura societaria, che comportino delle decisioni riconducibili ad aspetti di investimento e che potenzialmente potrebbero dare vita a rischi o conflitti all'interno della compagine sociale.

### **1.2 Aspetti tassonomici**

Per quanto concerne il confine tassonomico della categoria delle operazioni straordinarie anche in questo caso la situazione attuale permane senza un elenco universalmente riconosciuto. Nel corso del tempo vi sono stati dei tentativi, poi falliti, tra cui forse il più interessante, l'intervento di W. Veltroni, che nel 2000, insieme ad altri, espone nell'art. 16 di una proposta di legge per la riforma del diritto delle società la seguente affermazione: *“costituiscono operazioni societarie straordinarie le operazioni di trasformazione, fusione, scissione e quelle derivanti dallo scambio di partecipazioni di controllo<sup>9</sup>”*. Tuttavia, questo tentativo non ha avuto seguito.

Dal punto di vista delle prospettive normative nel Codice civile, le operazioni di trasformazione, fusione e scissione sono trattate nel Libro V, Titolo V, Capo X, negli articoli dal 2498 al 2506-quater. Queste operazioni, che modificano la struttura delle società coinvolte, rappresentano strumenti che offrono l'opportunità di semplificare e in alcuni casi snellire operazioni che esistevano anche prima che venissero disciplinate. Di qui si può individuare un elemento di vantaggio sui costi che contraddistingue alcune delle operazioni straordinarie. È evidente che i risultati economici e giuridici sarebbero ugualmente raggiungibili attraverso un processo più complesso, ad esempio di scioglimento - liquidazione dell'organizzazione iniziale e una successiva nuova costituzione, che però comporterebbe un certo ammontare di costi di

---

<sup>9</sup> W. Veltroni e altri deputati, *“articolo 16 proposta di legge n.6751, Delega al Governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative”*, 10 febbraio 2000. In A. Nigro (a cura di), *Diritto delle operazioni straordinarie*, Il Mulino, 2022.

transizione. Questi potrebbero essere ridotti impiegando un'ottica di continuità – discontinuità<sup>10</sup>: in questo senso sarebbe possibile creare una discontinuità negli assetti organizzativi senza escludere la continuità delle vicende societarie, dei rapporti giuridici e consentendo di garantire una continuità dell'iniziativa economica. Ad esempio, la fusione, nata come “*scioglimento senza liquidazione*”<sup>11</sup>, come viene ancora chiamato nella direttiva UE 2017/1132, è un esempio di tale semplificazione ottenuta unificando una serie di passaggi in un'unica operazione.

Diversi autori hanno contribuito alla definizione dei confini delle operazioni straordinarie, allo stesso modo del Codice civile. G. Cottino, R. Santagata nei loro rispettivi scritti includono tra questi istituti *trasformazione, fusione, scissione*.<sup>12</sup> G. Palmieri aggiunge anche *il trasferimento d'azienda*.<sup>13</sup> M. Sarale, M. Aiello, S. A. Cerrato, M. Cavanna, T. Cavaliere nel tentativo di dare vita ad un'opera che da una visione dell'insieme sulle operazioni straordinarie che riguardano le società di capitali includono *lo scioglimento e liquidazione, le trasformazioni, la fusione, le operazioni di leveraged buy out e le scissioni*.<sup>14</sup> M. S. Spolidoro adotta una nozione più ampia, comprendendo *cambiamento dell'oggetto sociale, quotazione in borsa, operazioni che comportano recesso, OPA (Offerta Pubblica di Acquisto) e l'esercizio del diritto di acquisto delle partecipazioni di minoranza*.<sup>15</sup> In modo più stringente G. Buffelli, C. Rossi e M. Sirtoli tracciano il confine intorno agli istituti *della trasformazione, della fusione, della scissione, del conferimento, della cessione e infine della*

---

<sup>10</sup> C. Angelici, “*Dibattiti in occasione della presentazione del volume “Diritto delle operazioni straordinarie” di Alessandro Nigro*”, Macerata, marzo 2023.

<sup>11</sup> M.S. Spolidoro, “*Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*”, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 285-316.

<sup>12</sup> G. Cottino, *Diritto societario*, a cura di O. Cagnasso, Cedam, Padova, 2011; R. Santagata De Castro, “*Le operazioni straordinarie*”, in *Manuale di diritto commerciale*, M. Cian (curatore), Torino, 2019.

<sup>13</sup> G. Palmieri, “*Operazioni straordinarie «corporative» e procedure concorsuali: note sistematiche e applicative*”, in *Il fallimento*, 2009, p. 1093.

<sup>14</sup> M. Sarale, M. Aiello, S.A. Cerrato, M. Cavanna, T. Cavaliere, “*Trattato di diritto commerciale - Vol. V, Tomo II: Le operazioni societarie straordinarie*”; Cedam, 2011.

<sup>15</sup> M. S. Spolidoro, “*Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*”, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 285-316.

*liquidazione*.<sup>16</sup> Tutti questi istituti, nonostante l'utilizzo di forme giuridiche differenti e molteplici finalità, incidono sull'assetto societario modificandolo, ricomprendendo anche vicende che possono rappresentare un momento fisiologico nella vita dell'impresa, costituendo uno strumento di attuazione delle scelte strategiche e attraverso le quali perseguire gli obiettivi aziendali.

Tra le classificazioni sopra citate quella risulta essere maggiormente funzionale al seguente elaborato è l'ultima, nella quale si inseriscono all'interno del confine delle operazioni straordinarie la trasformazione, la fusione, la scissione, il conferimento, la cessione d'azienda e infine la liquidazione. Tale scelta trova conferma nel diritto nazionale come verrà approfondito successivamente.

La scelta dell'operazione da realizzare è basata su uno studio approfondito della condizione iniziale dell'impresa, tale analisi comprende l'identificazione delle necessità aziendali, delle forze che spingono verso il cambiamento e delle priorità strategiche. Successivamente, si procede alla verifica della fattibilità delle opzioni considerate, in conformità con la normativa vigente. Infine, è essenziale sviluppare un'analisi previsionale che delinei lo stato finale dell'azienda e gli obiettivi che è possibile raggiungere, fornendo un'idea della situazione auspicabile. In questo contesto, risulta utile suddividere le operazioni straordinarie in due categorie principali per comprenderne meglio gli impatti a livello societario. Da un lato, vi sono le operazioni dette di *riorganizzazione societaria*, che includono la trasformazione, la fusione, la scissione e il conferimento. Queste operazioni mirano a modificare la struttura dell'azienda per migliorarne l'efficienza operativa, la competitività attraverso un riallineamento strategico delle risorse e delle attività. Dall'altro lato, si distinguono le *operazioni di dismissione*, tra cui la cessione d'azienda e la liquidazione. Tali operazioni implicano una riduzione o un disinvestimento delle attività aziendali, comportando nel primo caso il trasferimento di

---

<sup>16</sup> G. Buffelli, C. Rossi, M. Sirtoli, “*Le operazioni straordinarie nelle società: Trasformazione, Fusione, Scissione, Conferimento, Cessione, Liquidazione*”; Giuffrè Editore, Milano, 2018.

proprietà di una parte o dell'intera impresa a terzi, permettendo di liberare risorse finanziarie o di focalizzarsi su attività *core*; mentre, la seconda permette di convertire gli *asset* in liquidità per soddisfare i creditori e, eventualmente, distribuire il residuo ai soci.

Questa distinzione tra riorganizzazione e dismissione permette di analizzare in modo più dettagliato le implicazioni e le conseguenze di ciascuna tipologia di operazione sulla struttura e sull'assetto dell'impresa, fornendo una chiara comprensione delle finalità e degli effetti a lungo termine di tali interventi.

### **1.3. Aspetti normativi**

Come prima affermato, le operazioni straordinarie non hanno nel Codice civile italiano una definizione specifica e univoca, come invece accade in altri ordinamenti dove sono rintracciabili disposizioni di questo tipo. Ad esempio, nella legge tedesca è rintracciabile la disposizione di legge chiamata *Umwandlungsgesetz o UmwG*, “legge tedesca sulla riorganizzazione” la quale regola la trasformazione delle persone giuridiche con sede legale in Germania. In particolare, sono oggetto della legge le trasformazioni, le fusioni, le scissioni, i cambiamenti di forma giuridica e i trasferimenti di beni di entità giuridiche organizzate secondo il diritto societario, associativo o cooperativo. È però da sottolineare che anche in questo caso la norma si esaurisce in un elenco di operazioni, così come nella legge spagnola si evidenzia l’articolo 1 della legge 3/2009 del 3 aprile 2009 sulle modifiche strutturali delle società commerciali (*Artículo 1 Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*), che riproduce l’elenco e vi aggiunge la precisazione che si tratta di modificazioni strutturali dell’impresa.<sup>17</sup>

È però possibile rintracciare nel Codice civile italiano delle normative che riguardano i singoli istituti che per prassi vengono inseriti tra le operazioni straordinarie. Senza alcuna pretesa di esaustività si rende utile tracciare dei

---

<sup>17</sup> M. S. Spolidoro, “*Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*”, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 285-316.

cenni per le singole operazioni al fine di comprenderne le differenze più evidenti.

*La trasformazione* rappresenta un processo evolutivo per l'organizzazione che ne determina un cambiamento nella sua struttura organizzativa e nella forma giuridica adottata. È possibile rintracciare i tratti della disciplina nella normativa del Codice civile agli articoli dal 2498 al 2500-novies in cui l'eterogeneità tra le diverse tipologie di trasformazione non ne consente una definizione univoca di trasformazione. Tuttavia, tra le norme in oggetto è possibile rintracciare quale elemento comune a tutte le fattispecie la continuità dei rapporti giuridici in virtù del principio di continuità dei rapporti sancito dall'articolo 2498 C.c. Secondo tale articolo l'ente risultante dalla trasformazione sarà titolare di tutte le situazioni giuridiche soggettive che facevano capo all'ente che ha effettuato la trasformazione, non comportando la cancellazione delle società precedenti, ma confermandone la continuazione in una nuova veste giuridica. La finalità della trasformazione risiede nella possibilità di modificare l'assetto organizzativo della società esistente in risposta alle nuove esigenze sopravvenute, senza che ciò comporti la sua estinzione e la costituzione di una nuova entità, permettendo di ottenere rilevanti benefici fiscali.

È possibile distinguere due tipologie di trasformazioni in virtù delle tipologie di società che attuano tale istituto:

- *le trasformazioni omogenee*, di cui ne fanno parte la trasformazione omogenea *semplice*, con la quale si trasforma una società di persone in società di persone e una società di capitali in un'altra società di capitali, *progressiva*, quando si trasforma da società di persone a società di capitali e *regressiva*, nel caso in cui la trasformazione avvenga da società di capitali ad una società di persone.

*La trasformazione omogenea progressiva* è la più comune, essendo parte naturale dell'evoluzione aziendale. Al contrario, le ragioni di una *trasformazione omogenea regressiva* possono essere varie e spesso sono legate a un'involuzione aziendale, principalmente dovuta a un aumento dei regimi di

responsabilità personale dei soci e degli amministratori. Tra le motivazioni per tale scelta vi sono: la necessità di evitare lo scioglimento della società in caso di perdite che riducano il capitale al di sotto del minimo legale o addirittura lo azzerino, la semplificazione delle scritture contabili e altre motivazioni.

- *le trasformazioni eterogenee*, queste si distinguono in due tipologie: *progressiva*, quando una società non commerciale diventa una società commerciale o a scopo di lucro e *regressiva*, nel caso opposto.

Secondo lo stesso ragionamento viene scelto di attuare una *trasformazione eterogenea progressiva* quando si ricerca un'espansione dell'attività economica dell'ente in risposta a nuove opportunità di mercato; infatti, è la tipologia più adatta alla gestione di attività economiche su larga scala ed è utile per migliorare la capacità competitiva. Al contrario, la *trasformazione eterogenea regressiva* può sottendere a motivazioni legate a un cambiamento nelle finalità dell'organizzazione, ad esempio obiettivi sociali o comunitari, rinunciando alle finalità lucrative; oppure, potrebbe rappresentare una soluzione per risolvere problematiche finanziarie e ricercare regimi fiscali più favorevoli.

*La fusione* è una operazione di ristrutturazione e riorganizzazione di un gruppo di imprese tramite la quale si uniscono le risorse e i patrimoni di due o più società ed i soci confluiscono in un'unica organizzazione, in questo modo, le società diventano un unico soggetto giuridico e continuano le loro attività all'interno di una struttura unificata.

L'istituto viene citato anche all'interno dei principi contabili nazionali, l'OIC 4<sup>18</sup> “fusione e scissione” afferma “*La fusione rientra nel più vasto fenomeno della concentrazione ed integrazione fra più aziende, rappresentando la forma d'aggregazione aziendale più completa con l'unificazione sia giuridica che economica dei soggetti che vi partecipano*”.

La disciplina di questo istituto è sancita nel Codice civile, dall'articolo 2501

---

<sup>18</sup> Organismo Italiano di Contabilità (OIC), “OIC 4 - Fusione e Scissione”. Disponibile su <https://www.fondazioneoic.eu> [ultimo accesso: 20/08/2024].

all'articolo 2505-quater. Gli articoli non ne forniscono una definizione dettagliata, ma ne sanciscono le specificità. L'articolo 2501 afferma “*La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre*”, di cui si derivano le tipologie di fusione esistenti:

- *fusione propria*, con la quale le società partecipanti vengono sciolte e i loro patrimoni confluiscono in una società costituita a nuovo per tale scopo. In tal caso la definizione dei rapporti giuridici, anche processuali, proseguono in capo alla società risultate dalla fusione;
- *fusione per incorporazione o per incorporamento*. È la modalità più diffusa per via del suo costo fiscale inferiore e per la sua minore complessità di gestione. Con essa una o più società cessano di esistere individualmente e vengono integrate in una società già esistente, denominata incorporante, che continua la propria attività. I soci delle società incorporate ricevono in cambio delle loro partecipazioni azioni o quote della società incorporante, secondo un rapporto di cambio stabilito, salvo casi particolari. Questo processo prevede un procedimento specifico articolato in tre fasi: la redazione del progetto di fusione, l'approvazione del progetto e, infine, la stipula dell'atto di fusione per incorporazione. Successivamente, sono necessari adempimenti pubblicitari per garantire la tutela dei diritti dei terzi coinvolti.

È possibile identificare un differente modo di categorizzare tale istituto differenziando tra *fusione omogenea*, nel caso in cui venga realizzata tra società dello stesso tipo, oppure *fusione eterogenea*, se realizzata tra società di differente natura o enti diversi.

La fusione è uno strumento che consente di fortificare l'immagine sul mercato dell'impresa, di solito si osserva tra società di grandi dimensioni per ridurre la concorrenza e creare un'impresa combinata con caratteristiche monopolistiche, oppure per riorganizzare le strutture interne di un gruppo; oppure, tra società di piccole medie dimensioni, come strategia per rispondere alla concorrenza di

imprese maggiori. Le ragioni economiche che possono motivare la realizzazione di un'operazione di fusione possono dunque essere il migliore e ottimizzato utilizzo di impianti ed attrezzature, l'integrazione di fasi produttive consecutive, l'acquisto di brevetti, licenze e *know how*, il conseguimento di economie di scale e l'ottimizzazione del processo distributivo. Inoltre, può essere un'operazione volta a ridurre la concorrenza nel caso in cui la fusione avvenga con un *competitor*, può risultare funzionale ad un ampliamento della gamma di prodotti e per un migliore posizionamento contrattuale e di negoziazione. Infine, può ridurre i costi amministrativi e risolvere squilibri esistenti nelle strutture.

*La scissione*, come la fusione, è una operazione finalizzata alla ristrutturazione e riorganizzazione di un gruppo di imprese e riguarda in modo diretto l'esistenza stessa delle imprese. Anch'essa viene definita dai principi contabili nazionali, nell'OIC 4 "fusione e scissione" si afferma "*la scissione consiste nella "disaggregazione" del patrimonio della società scissa (o "scindenda") in più parti, o quote, e nel loro trasferimento [...] a più società, preesistenti o neocostituite [...] le cui azioni o quote di partecipazione vengono attribuite non alla società scissa (come avverrebbe nel caso di conferimento) bensì ai suoi soci, proporzionalmente o non proporzionalmente alle quote di partecipazione che questi avevano nella scissa.*"

L'operazione di scissione non viene definita nel senso proprio del termine dalla legge e nel Codice civile, che si limita a descriverne le varie tipologie. Tuttavia, possiamo considerare la scissione come un'operazione attraverso la quale il patrimonio di una società viene suddiviso e trasferito, in tutto o in parte, a una o più società, che possono essere già esistenti o di nuova costituzione, e ai soci della società originaria vengono poi assegnate azioni o quote delle società beneficiarie del trasferimento patrimoniale. L'ordinamento giuridico italiano ammette diverse forme di scissione, definite all'art 2506 del Codice civile, tra queste si rintraccia quale denominatore comune la presenza di tre elementi soggettivi: la società scissa, le società beneficiarie e i soci della società scissa, che sono i destinatari delle nuove azioni o quote emesse dalle

società beneficiarie. Dal diverso comportamento di questi tre soggetti derivano differenti modalità di esecuzione della scissione:

- *scissioni totali* si verificano quando l'intero patrimonio di una società viene trasferito a due o più società. In questo caso, la società originaria, che si estingue, distribuisce il suo intero patrimonio ad almeno altre due società. I soci della società originaria cessano di essere tali e diventano soci delle società assegnatarie. A questi soci vengono assegnate, in sostituzione delle azioni che possedevano, nuove azioni delle società beneficiarie;
- *scissioni parziali*, nel caso in cui solo parzialmente il patrimonio della società viene trasferito ad una o più società. La società originaria non viene cancellata e trasferisce il suo patrimonio, in questo caso, i soci rimangono tali, ma diventano anche soci di una o più delle società destinatarie.

Tale classificazione può essere approfondita, infatti, si identifica il caso di “*scissione per incorporazione*” se le società beneficiarie sono preesistenti, al contrario, se vengono costituite a nuovo per l’operazione stessa si parlerà di “*scissione in senso stretto*” o a favore di *new company*. Esiste anche la possibilità di *scissioni miste*, in parte a favore di società già esistenti e in parte a nuove costituite. La scissione viene poi approfondita nel Codice civile, al libro V, titolo V, dall’articolo 2506 all’articolo 2506-quater, in questi articoli si definiscono ad esempio il procedimento di scissione, il quale è simile a quello dettato per la fusione: “*gli amministratori delle società partecipanti alla scissione devono redigere un progetto di scissione, da sottoporre all’approvazione delle assemblee delle società medesime*” (art. 2506-bis C.c.). Tale progetto deve essere iscritto nel registro delle imprese dei luoghi dove hanno sede le società partecipanti oppure pubblicato sul sito internet della società.

Questa operazione straordinaria può risultare utile ad alleggerire la struttura sociale esistente, può anche essere una scelta strategica per focalizzare le attività aziendali su specifici settori, migliorare l'efficienza operativa, separare

le attività redditizie da quelle in perdita e creare entità più agili e focalizzate. Inoltre, può facilitare l'ingresso di nuovi investitori o partner strategici, agevolare la successione aziendale e ridurre i rischi operativi distribuendoli su più entità.

*La cessione d'azienda* è una peculiare fattispecie di compravendita, qualificata dalla natura e dalle caratteristiche del suo oggetto: non un ordinario bene, materiale o immateriale, bensì un complesso di beni e risorse organizzati al fine dell'esercizio di un'attività di impresa, tale da qualificarsi giuridicamente come azienda o ramo d'azienda, ai sensi dell'art. 2555 C.c., a fronte di un corrispettivo in denaro o in natura. L'operazione straordinaria ha per oggetto il trasferimento della proprietà e condizione necessaria e sufficiente per l'applicazione della normativa in essere è che sia trasferita un'articolazione del complesso aziendale dotata di autonomia organizzativa, nel caso in cui permanga il residuo di organizzazione che consenta l'esercizio dell'impresa, e la tutela degli interessi dei soggetti coinvolti nell'operazione. In tale operazione figurano come attori il cedente, soggetto che cede l'azienda, e il cessionario, altro soggetto economico e/o giuridico, che l'acquista. L'operazione consiste nel trasferimento di un diritto di esercizio, attraverso un atto di compravendita, successione o donazione o affitto ai sensi dell'articolo 2562 del Codice civile, in quanto ciò che conta è che vi sia l'idoneità dei beni aziendali trasferiti che consentano la prosecuzione dell'attività ceduta o da usufrutto ai sensi dell'articolo 2561 del Codice civile. Oggetto dell'operazione, come prima accennato, è l'azienda così come definita dall'articolo 2555 C.c. secondo cui è "il *complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*". Così come è possibile la cessione di un'intera azienda è possibile cedere anche solo un ramo d'azienda, ossia una parte del complesso aziendale, definita dall'articolo 2112, comma 5 del Codice civile quale "*un'articolazione funzionalmente autonoma di un'attività economica organizzata*".

La determinazione del corrispettivo nell'ambito della cessione d'azienda è uno degli elementi più complessi, questo è solitamente determinato dal valore patrimoniale, che include la somma delle attività e passività risultanti dal

bilancio straordinario di cessione e dell'avviamento, ossia la capacità dell'azienda di produrre reddito. Tuttavia, questo corrispettivo non sempre è fissato all'inizio della contrattazione e spesso viene definito solo dopo la conclusione delle trattative al momento del perfezionamento del contratto. Le motivazioni di questo derivano dal fatto che il prezzo può essere determinato solo dopo aver rilevato l'esatta consistenza del patrimonio aziendale, ma quest'ultimo composto di valore dei beni aziendali, dell'avviamento, delle passività e attività trasferite può variare nel tempo. Dunque, nel contratto preliminare è possibile stabilire solo un prezzo provvisorio basato su una specifica situazione patrimoniale, successivamente al momento del trasferimento dell'azienda si determina il prezzo definitivo sulla base di una situazione patrimoniale aggiornata, apportando eventuali rettifiche in aumento o diminuzione.

*Il conferimento* rappresenta un pilastro fondamentale del diritto societario italiano, delineando il trasferimento di beni o servizi da parte di uno o più individui a una società, sia in fase di costituzione che durante la sua esistenza. Questo apporto costituisce l'elemento fondante del capitale sociale e svolge un ruolo cruciale nel definire le risorse finanziarie e il profilo di rischio della società. Il primo riferimento normativo al "conferimento", nello specifico, è contenuto nell'art. 2247 C.c. il quale riconosce espressamente che "*con il contratto di società due o più persone conferiscono beni e servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili*", attraverso l'assunzione del rischio d'impresa, implicando la potenziale eventualità di non ricevere alcuna remunerazione sotto forma di utili societari o in caso di liquidazione della società. Nella disciplina sui conferimenti, ci si deve concentrare in sostanza su due fattori, l'oggetto del conferimento e la forma giuridica della conferitaria. Può essere conferita ogni entità, sia beni in natura, come denaro, crediti, che servizi (ad eccezione che nelle S.p.a. nelle quali non possono essere conferite prestazioni di opera o di servizi), purché suscettibile di valutazione economica.

All'interno dei conferimenti in natura, viene ricondotto anche il conferimento di azienda intera o parte di essa (ramo autonomo) da parte di un soggetto

persona fisica o giuridica, al fine di diversificare le linee di business o modificare l'assetto societario o per il conseguimento di agevolazioni fiscali.

La caratteristica principale che distingue i conferimenti dalle altre operazioni straordinarie è che questi sono contratti a titolo oneroso, ovvero prevedono uno scambio di prestazioni tra le parti, e possono essere effettuati per diverse ragioni: rafforzamento della struttura patrimoniale e finanziaria della società attraverso un aumento di capitale, sviluppo strategico mediante l'acquisizione di nuove competenze o quote di mercato al fine di diversificare gli investimenti, costituzione di una *New.co* al fine di una riorganizzazione societaria all'interno di un gruppo o come strumento di un passaggio generazionale. La valutazione dei conferimenti è fondamentale in quanto l'operazione ha effetti giuridici, economici, fiscali e contabili importanti, e deve seguire i principi di ragionevolezza e prudenza. Nei conferimenti di azienda o rami di azienda, l'articolo 2343 C.c. impone la redazione di una perizia da parte di un esperto per attestare il valore del conferimento in natura. La prassi aziendale e professionale richiede che la perizia indichi i criteri adottati, garantendo l'integrità del capitale.

Il conferimento vede coinvolti due soggetti, conferente e conferitaria, il primo ha lo scopo di acquisire la qualità di socio mediante il conseguimento o l'integrazione di una partecipazione nel capitale sociale del secondo, il quale attraverso i nuovi mezzi patrimoniali potrà conseguire o perseguire l'oggetto sociale. Il conferente, società o un'impresa individuale conferisce la propria azienda o ramo d'azienda in cambio di azioni o quote della società che la riceve, dall'altro lato la società o l'ente già esistenti oppure da costituire, che ricevono l'azienda o ramo d'azienda conferita assegnano al conferente un determinato ammontare di azioni o quote della società conferitaria.

È quest'ultimo elemento che contraddistingue in modo chiaro la differenza tra conferimento e cessione, dove nella seconda il corrispettivo è rappresentato da denaro o altri beni e il cui legame prescinde da vincoli di capitale.

Infine, si tratta degli istituti della *liquidazione e scioglimento*. Innanzitutto, è importante ricordare che il fenomeno sociale noto come società consiste

nell'apporto, da parte di una o più persone, di beni e servizi, che vanno a costituire il patrimonio sociale, elementi che vengono destinati ad uno scopo preciso che consiste l'esercizio in comune di un'attività economica finalizzato a dividerne gli utili. Lo scioglimento rappresenta la fase conclusiva del rapporto sociale, ma non determina di per sé l'estinzione della società in quanto prima che questa avvenga vi sono alcune attività fondamentali che devono essere svolte dagli amministratori, ad esempio, definire la causa dello scioglimento e da altri soggetti interessati nel procedimento al fine di ripagare i creditori ed eventualmente distribuire utili tra i soci. La liquidazione dell'impresa è parte del processo ed è quel complesso di operazioni dirette a disinvestire attività, estinguere le passività, acquisire il residuo patrimoniale da liquidare e ripartire tra i soci. Infatti, tale istituto appartiene a quel gruppo di operazioni finalizzate alla cessazione dell'attività d'impresa al fine di vendere tutte le attività per garantire il pagamento delle obbligazioni sociali e nell'eventualità che emerga un'eccedenza, procedere alla ripartizione di questa a favore dei soci e soggetti che hanno apportato il capitale di rischio.

Nel Codice civile le fonti normative sono numerose in virtù della vastità dell'argomento stesso: le cause di scioglimento delle società di persone sono quelle previste all'art. 2272 C.c. per le società semplici, fatto salvo per le specifiche disposizioni previste per i diversi tipi di società di persone S.n.c. e S.a.s. La procedura di liquidazione è disciplinata per le società semplici all'interno degli artt. 2272-2283 C.c., mentre con riferimento alle società in nome collettivo, il Codice civile detta norme specifiche agli artt. 2308-2312 C.c., mentre gli artt. 2323-2324 C.c. disciplinano la procedura per le società in accomandita semplice. La disciplina che regola la procedura di liquidazione delle società di capitali è invece inserita all'interno del corpus costituito dagli artt. 2484-2496 C.c.

Il processo di liquidazione segue principalmente tre fasi che sono somiglianti per tutte le fattispecie: lo scioglimento, la liquidazione e l'estinzione; l'insieme di queste permette la trasformazione in denaro dell'attivo, l'estinzione dei debiti sociali e l'eventuale ripartizione del residuo tra i soci. Al momento della conclusione di questi l'azienda risulterà estinta. L'operazione viene gestita dal

liquidatore, un soggetto che viene nominato al momento della messa in stato di liquidazione della società e si occupa dello sviluppo del procedimento.

Le tipologie di liquidazione sono la rappresentazione diretta delle cause di scioglimento, queste vengono distinte in automatiche e volontarie, le prime comprendono il decorso del termine di durata del contratto sociale, salvo per le imprese a tempo indeterminato, il conseguimento dell'oggetto sociale o la sopravvenuta impossibilità di conseguirlo, le perdite che erodono il capitale oltre un certo livello, l'inattività dell'assemblea e la liquidazione giudiziale, mentre un esempio della seconda tipologia è la delibera dell'assemblea di scioglimento anticipato. Di qui esistono differenti tipologie di liquidazione: volontaria, se è l'assemblea dei soci a deliberarla, giudiziale se è disposta dall'autorità giudiziaria. Vi è poi, infine, la liquidazione coatta amministrativa, adottata per alcuni tipi di imprese determinate dalla legge, in cui queste ultime versino in stato di insolvenza o gli amministratori abbiano violato disposizioni di pubblico interesse.

Si presenta, infine, un'eccezione nelle società di persone, nelle quali il procedimento di liquidazione potrebbe anche non avvenire; in tal caso i soci procedono direttamente alla cancellazione della società, solo dopo aver provveduto direttamente alla soddisfazione di tutti i creditori e alienato l'intero patrimonio sociale.

#### **1.4 Aspetti fiscali**

L'area delle operazioni straordinarie può essere meglio delimitata osservando l'intero spettro normativo, considerando tutte le disposizioni di legge che qualificano tali operazioni in diversi ambiti. È quindi necessario, per comprendere appieno questo tema, assumere una premessa di unitarietà dell'ordinamento giuridico;<sup>19</sup> questo metodo rende utili tutte le norme qualificatorie presenti nella nostra legislazione, indipendentemente dalla

---

<sup>19</sup> Nigro Alessandro (a cura di), “*Diritto delle operazioni straordinarie*”, Il Mulino, 2022.

disciplina in cui sono inserite. Di conseguenza, non solo le disposizioni di diritto societario, ma anche quelle di diritto tributario sono particolarmente utili in questo contesto. È opinione condivisa che la definizione della categoria delle operazioni straordinarie è considerata di confini poco nitidi, tuttavia, l'ordinamento tributario ne conferma l'esistenza e offre indicazioni per definirne i limiti. In particolare, si osservano le norme presenti nel TUIR, Testo Unico delle Imposte sui Redditi, in cui le operazioni straordinarie sono esplicitamente trattate nei capi III e IV del Titolo III "*Disposizioni comuni*", intitolati rispettivamente "*Operazioni straordinarie*" e "*Operazioni straordinarie fra soggetti residenti in Stati membri diversi dell'Unione europea*".

Nello specifico, nel capo III gli articoli cui si fa riferimento sono:

- artt. 170-171 TUIR, la trasformazione;
- art. 172 TUIR, la fusione;
- art.173 TUIR, la scissione;
- art.175 TUIR, il conferimento di partecipazioni di controllo o collegamento;
- art.176 TUIR, il conferimento di azienda;
- art.177 e 177 bis TUIR, gli scambi di partecipazioni.

Inoltre, l'articolo 178 TUIR tratta delle fusioni tra società di capitali residenti fiscalmente in diversi Stati membri dell'UE, le scissioni tra tali società, e i conferimenti e scambi di partecipazioni di controllo tra società di capitali residenti fiscalmente in Stati membri diversi.

La liquidazione volontaria e le procedure concorsuali sono disciplinate separatamente nel capo V del Titolo III del TUIR, ma nonostante questa sistemazione differente dovuta probabilmente alla loro natura speciale e al fatto che rappresentano una fase della vita dell'impresa vengono in ogni caso considerate nella classificazione delle operazioni straordinarie.

Anche la cessione d'azienda viene differentemente normata ai sensi dell'articolo 17, comma 1, lettera g del TUIR, secondo cui il regime ad oggi applicabile è quello della tassazione ordinaria, eventualmente rateizzata su più

periodi di imposta, in base alla quale la plusvalenza che deriva dalla cessione a titolo oneroso rappresenta per il cedente una componente positiva di reddito dell'impresa, che è legiferata dagli articoli 58, primo comma e 86, comma 2, TUIR.

È interessante osservare come secondo il collocamento nel TUIR la cessione d'azienda e la liquidazione siano collocate diversamente, questo può essere validato secondo la differenza citata prima tra le operazioni di ristrutturazione societaria e le operazioni di dismissione. Inoltre, si nota come in aggiunta vengano ricomprese in questa classificazione il conferimento di partecipazioni di controllo o collegamento e gli scambi di partecipazioni. Nella dottrina economico-aziendale nazionale, normalmente, non sono menzionate tra le operazioni straordinarie in quanto queste non hanno un impatto diretto e immediato sui valori che vengono esposti nel bilancio di esercizio dell'impresa oggetto.<sup>20</sup> Questa diversità di carattere formale non si riscontra sul piano sostanziale, poiché la finalità per le quali esse vengono compiute sono sostanzialmente coincidenti con quelle perseguite dalle altre operazioni di riorganizzazione.

In termini generici è possibile individuare una differenza sostanziale tra due fattispecie fiscali che sanciscono una differenza all'interno del gruppo delle operazioni straordinarie. Queste si distinguono, sotto il profilo fiscale, fra *operazioni realizzative e operazioni neutrali o neutre*; tale differenza comporta delle implicazioni attuative, infatti, le prime determinano la tassazione dei componenti positivi di reddito che emergono dalle stesse, mentre le seconde garantiscono la completa neutralità fiscale. Operazioni realizzative, sono tipicamente le cessioni di partecipazioni e di azienda o ramo aziendale. Il principio di neutralità fiscale accomuna invece le operazioni di trasferimento di asset aziendali o rami di azienda, ovvero conferimento, fusione e scissione, in cui i valori contabili sono allineati ai valori fiscali, non generando una

---

<sup>20</sup> M. Mancin, “*Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*”, Giappichelli Editore, 2016.

plusvalenza. Nello specifico, le operazioni di cessione d'azienda sono operazioni realizzative che comportano la tassazione delle plusvalenze per il cedente e il riconoscimento dei maggiori valori contabili per il cessionario, rispetto a quelli precedentemente riconosciuti fiscalmente al cedente. Al contrario, operazioni come il conferimento d'azienda, la fusione e la scissione seguono un regime di neutralità fiscale, ciò implica che in queste operazioni, non si tassa alcun maggior valore per la società conferente, fusa o scissa, né si riconoscono maggiori valori contabili per il conferitario, l'incorporante o il beneficiario, mantenendo continuità con i valori fiscalmente riconosciuti al cedente. Nonostante la neutralità fiscale impedisca una tassazione immediata, queste operazioni comportano comunque conseguenze fiscali future, poiché gli effetti fiscali dell'operazione vengono distribuiti nel tempo in base al principio di continuità dei valori.

Di seguito viene presentata una riclassificazione dettagliata delle operazioni straordinarie, suddivise nelle due principali categorie di trattamento fiscale. Questa analisi mira a fornire una chiara distinzione tra le diverse tipologie di operazioni, evidenziando le caratteristiche specifiche di ciascuna e il relativo impatto fiscale. La classificazione tiene conto delle normative vigenti al fine di garantire una corretta applicazione dei trattamenti fiscali previsti per ogni categoria.

Tabella 1 “Le operazioni straordinarie neutrali e realizzative”

Tipologia	Operazione straordinaria	Riferimento normativo	Contenuto della norma
Neutrali	Fusione	Art. 172 Tuir	La fusione, per incorporazione o per unione, è fiscalmente neutra. Non genera plusvalenze o minusvalenze imponibili per i soci o per le società partecipanti.
	Scissione	Art. 173 Tuir	La scissione, totale o parziale, è fiscalmente neutra. Non genera plusvalenze o minusvalenze imponibili per i soci o per le società partecipanti.
	Conferimento d'azienda	Art. 176 Tuir	Il conferimento d'azienda è fiscalmente neutro. Le plusvalenze non sono immediatamente imponibili, ma vengono “congelate” nel valore fiscale delle partecipazioni ricevute.
	Conferimento partecipazioni di controllo o collegamento con applicazione del regime PEX	Art. 177 Tuir Art. 177-bis Tuir	Il conferimento di partecipazioni di controllo o collegamento, con applicazione del regime PEX (Participation Exemption), è fiscalmente neutro. Le plusvalenze non sono tassate se rispettano le condizioni del regime in oggetto.
Realizzative	Cessione d'azienda	Art. 86, co. 2 Tuir (eccezione Art. 58, co. 1 Tuir)	La cessione d'azienda genera plusvalenze imponibili, che sono calcolate come differenza tra il corrispettivo e il valore fiscale dell'azienda. Eccezione: trasferimenti a titolo gratuito tra coniugi o a favore di discendenti, che sono neutrali.
	Conferimento partecipazioni di controllo o di collegamento	Art. 175 Tuir	Il conferimento di partecipazioni di controllo o collegamento senza applicazione del regime PEX è imponibile. Le plusvalenze sono tassate al momento del conferimento.

“Fonte: elaborazione personale su norme Testo unico delle imposte sui redditi”

### 1.5. Aspetti contabili

L'operazione di *trasformazione*, come abbiamo visto, non comporta l'estinzione di un soggetto preesistente e la costituzione di un nuovo soggetto, ma il soggetto si trasforma e subisce un mutamento della forma giuridica, non si estingue e continua ad esistere e operare. La continuità che caratterizza l'operazione sotto il profilo civilistico si riflette anche a livello contabile, infatti, l'operazione non determina alcuna interruzione dell'esercizio solare e le poste contabili sono assunte in continuità di valori, senza possibilità di far emergere l'avviamento, anche se questo risulti esistente. Non si prevede un bilancio straordinario, al contrario, l'unico bilancio obbligatorio è quello ordinario, riferito alla data di chiusura dell'esercizio nel quale l'operazione viene effettuata, predisposto dalla società post trasformazione. Anche sotto il profilo procedurale, la trasformazione non determina specifici obblighi. In particolare, la tenuta delle scritture contabili può proseguire sui medesimi libri contabili, salvo che il cambiamento della forma sociale non imponga la tenuta di nuovi libri, o ne elimini l'obbligo, in applicazione di disposizioni civilistiche e/o fiscali. La continuità viene completamente mantenuta nei casi di trasformazione lineare all'interno della stessa categoria di società. In questo scenario, poiché non vi sono variazioni nella personalità giuridica né nell'autonomia patrimoniale, non sarà necessario effettuare alcuna registrazione contabile. Nella trasformazione progressiva, e soprattutto nel caso di mutamento del regime di responsabilità, è opportuna, se non necessaria, la rilevazione di specifiche poste contabili e la predisposizione di apposite e distinte situazioni economico - patrimoniali, ante e post trasformazione. Inoltre, nella trasformazione progressiva si richiede una perizia giurata di un esperto (revisore legale dei conti), contenente la descrizione degli elementi patrimoniali della trasformanda, il valore attribuito a ciascuno di essi e i criteri di valutazione seguiti. Lo scopo è quello di determinare il valore effettivo degli elementi dell'attivo e del passivo del patrimonio e, conseguentemente, l'entità del capitale sociale della società trasformata che rappresenterà la garanzia per i soggetti terzi. Dottrina e prassi professionale reputano necessaria la redazione alla data di trasformazione di un "bilancio di trasformazione", con conseguente

chiusura e riapertura dei conti della società che si trasforma. Il documento è interno e non deve essere sottoposto a formale approvazione, né depositato presso il Registro delle Imprese e non costituisce base per la distruzione di utili. Il bilancio di trasformazione deve fornire una rappresentazione di sintesi della gestione relativa al periodo che va dalla chiusura dell'ultimo bilancio alla data della trasformazione.

*La fusione* rappresenta un'importante operazione di concentrazione e integrazione aziendale che incide su ogni aspetto economico-giuridico delle società coinvolte. Dal punto di vista contabile, tale operazione si concretizza principalmente nella registrazione degli elementi patrimoniali delle società incorporate o fuse a carico della società incorporante o risultante dalla fusione, seguendo il principio della continuità dei valori contabili. In merito a ciò, la normativa civilistica di cui all'art. 2504-bis, comma 4, del Codice Civile (cui si richiama anche il principio contabile OIC 4), ha integrato decenni di prassi contabile italiana, stabilendo che *“nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima (ovvero quando è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2504, C.c. o la data posteriore prescritta dall'atto). Se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione, e per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal n. 6 dell'articolo 2426, ad avviamento”*. Tale norma stabilisce che il completamento di un'operazione di fusione implica, al momento dell'efficacia della fusione, dal punto di vista contabile, il trasferimento nel bilancio della società risultante o incorporante di tutte le attività e passività delle società fuse o incorporate. Tale operazione si effettua predisponendo un'apposita situazione patrimoniale di apertura per riflettere correttamente questi trasferimenti patrimoniali.

Per quanto concerne gli aspetti contabili relativi alle operazioni di *scissione* è possibile effettuare un rimando ai criteri applicabili per le fusioni. Infatti, sebbene le due operazioni perseguano finalità sotto certi aspetti diametralmente opposte, le rilevazioni contabili seguono logiche e criteri in larga parte

sovrapponibili, a cominciare da quel principio di continuità dei valori mutuato dall'art. 2504-bis C.c., citato in precedenza. Inoltre, la disciplina delle scissioni è disciplinata dallo stesso principio contabile OIC 4 che regola anche le fusioni.

Nell'ambito di una scissione, indipendentemente dalla tipologia cui si fa riferimento (parziale o totale, proporzionale o non proporzionale) le società beneficiarie, siano esse di nuova costituzione oppure preesistenti all'operazione, devono iscrivere gli elementi patrimoniali ricevuti dalla scissa, facendo riferimento ai medesimi valori contabili che risultano nei conti della società scissa. Non sono, quindi, consentite, al momento del recepimento nei conti della beneficiaria, rettifiche di valore del patrimonio scisso né l'iscrizione di elementi patrimoniali non precedentemente rilevati nei conti della società trasferente. Per quanto riguarda gli elementi patrimoniali dell'attivo esposti in bilancio al netto dei relativi fondi rettificativi, il principio di continuità dei valori impone il recepimento, da parte della società beneficiaria, dei valori lordi di tali elementi e, contestualmente dei relativi fondi rettificativi, anziché del solo valore netto.

Analogamente a quanto avviene nella fusione, le differenze di scissione sono classificabili in differenze da concambio e differenze da annullamento, le prime sorgono quando il valore delle azioni o quote assegnate alle società beneficiarie in cambio delle partecipazioni nella società scissa, è diverso dal valore contabile delle partecipazioni stesse e possono essere sia positive (plusvalenza) che negative (minusvalenza); le seconde scaturiscono dall'annullamento di una parte del capitale sociale della società scissa, a seguito della distribuzione di azioni o quote alle società beneficiarie e sono sempre negative (minusvalenza).

*La cessione d'azienda* è un'operazione mediante la quale un soggetto imprenditore (cedente) vende la propria azienda o un ramo d'azienda ad un altro soggetto anche non imprenditore (cessionario) contro il pagamento di un corrispettivo in denaro. Sotto il profilo contabile, gli effetti di tale operazione

sono differenti per il cedente rispetto al cessionario dell'azienda, anche se la loro posizione contabile presenta necessariamente degli elementi speculari.

In particolare, il cedente deve rilevare il trasferimento delle attività e delle passività comprese nel perimetro dell'azienda ceduta, eliminando tali poste dalla propria contabilità e, in contropartita, registrando il credito sorto per il corrispettivo e/o l'incasso (totale o parziale) del corrispettivo stesso. L'eventuale differenza tra il valore netto dell'azienda ceduta e il prezzo dà luogo alla rilevazione di una componente di reddito unitaria, da qualificare come plusvalenza o minusvalenza a seconda del segno contabile.

Il cessionario, invece, deve annotare nella propria contabilità le attività e le passività dell'azienda acquisita e l'eventuale avviamento, con contropartita il debito verso il cedente (ovvero, direttamente il pagamento del corrispettivo).

La disciplina dei *conferimenti* prevede, come prima affermato, differenti regimi fiscali per il conferimento di partecipazioni: il primo implica un regime realizzativo come si legge nell'art. 175 del TUIR, il secondo attua il regime della neutralità di cui all'art. 177 e 177 bis del TUIR. Questa duplice disciplina fiscale ha influenzato la contabilizzazione del conferimento che prevede una duplice modalità: da un lato si evidenzia la contabilizzazione "*a saldi chiusi*", basata sul regime realizzativo, con iscrizione dei beni aziendali in capo alla conferitaria a valore netto, ossia senza fondi ammortamento, né fondi rettificativi; mentre, nel secondo caso si prevede la contabilizzazione "*a saldi aperti*", basata sul regime della neutralità, con continuità tra dati contabili della conferente e dati contabili della conferitaria.

Per quanto concerne le operazioni di conferimento d'azienda, assume un ruolo centrale la figura degli amministratori, cui compete il compito di rappresentare la nuova situazione patrimoniale scaturita dall'operazione, delineandone i tratti salienti e garantendone la corretta valutazione. Gli amministratori si avvalgono dei criteri e delle prescrizioni valutative stabiliti dal perito indipendente nominato nell'ambito del conferimento. Tale figura professionale, dotata di specifica competenza e imparzialità, redige una perizia di stima che rappresenta il punto di riferimento per la determinazione del valore dei beni o

delle partecipazioni conferite. Sulla base di quest'ultima gli amministratori procedono alla proposta di aumento di capitale sociale, che deve essere congrua con il valore attribuito ai beni o alle partecipazioni conferiti, garantendo la corrispondenza tra l'aumento di capitale e l'effettivo apporto di valore all'impresa. La rappresentazione della nuova situazione patrimoniale da parte degli amministratori, improntata a criteri di rigore, trasparenza e corretta informazione, assume un'importanza cruciale per la tutela degli interessi di tutti i soggetti coinvolti nell'operazione di conferimento.

Per quanto riguarda gli aspetti contabili inerenti allo *scioglimento e alla liquidazione*, le società devono rispettare gli stessi obblighi contabili delle società in funzionamento. I liquidatori sono tenuti a mantenere una contabilità ordinata, utilizzando i libri contabili obbligatori e quelli necessari in base alla natura e alle dimensioni dell'impresa. In particolare, nel *libro giornale*, specificamente aperto per la procedura, i liquidatori annoteranno tutte le operazioni successive all'apertura della liquidazione, garantendo una chiara tracciabilità delle transazioni. Nel *libro degli inventari* dovranno essere registrate la situazione patrimoniale al momento dell'inizio della liquidazione, alla conclusione del primo periodo di liquidazione, alla chiusura di ogni esercizio e alla fine del processo di liquidazione. È possibile che la contabilità della liquidazione venga tenuta sui medesimi libri contabili già utilizzati dalla società prima della liquidazione, purché si garantisca la distinzione delle operazioni relative alla fase di liquidazione.<sup>21</sup>

Le fasi della rilevazione contabile sono diverse e devono essere eseguite con rigore. Inizialmente, vi è la presentazione del bilancio da parte degli amministratori, che rappresenta una fotografia della situazione economica e finanziaria della società al momento dell'inizio della liquidazione. Questo bilancio deve essere dettagliato e accurato per facilitare la transizione al bilancio iniziale di liquidazione, redatto dai liquidatori. La fase successiva

---

<sup>21</sup> Di Siena M., Slide di presentazione “*La liquidazione: aspetti contabili*”, ODCEC, Roma, 6 luglio 2016.

prevede l'accertamento dell'attivo e del passivo patrimoniale, dove vengono identificati e valutati tutti i beni e i debiti della società. Durante queste fasi, gli amministratori preparano la situazione dei conti alla data di apertura della liquidazione o del bilancio di esercizio, nel caso in cui la liquidazione inizi alla chiusura dei bilanci. Successivamente, si procede alla rettifica dei conti per adeguarli ai valori di realizzo o di estinzione stabiliti dai liquidatori, con le differenze che vengono addebitate o accreditate al conto "rettifiche di liquidazione". Queste rettifiche sono cruciali per riflettere correttamente il valore di mercato degli attivi e dei passivi, garantendo una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale.

Infine, il processo si conclude con la redazione del bilancio finale di liquidazione e del piano di riparto. Il bilancio finale di liquidazione deve dettagliare tutte le operazioni effettuate durante la liquidazione, comprese le vendite di attivi e il pagamento dei debiti. Il piano di riparto, invece, descrive come saranno distribuiti eventuali residui attivi tra i creditori o i soci rispettando le priorità stabilite dalla legge e dallo statuto della società. Questo piano deve essere trasparente e conforme alle normative vigenti per evitare contestazioni e garantire una chiusura regolare della procedura di liquidazione.

## **Capitolo 2: La fusione**

La fusione, come anticipato nel primo capitolo, è un'operazione straordinaria che si inserisce *“nel più vasto fenomeno della concentrazione ed integrazione fra più aziende, rappresentando la forma d'aggregazione aziendale più completa con l'unificazione sia giuridica che economica dei soggetti che vi partecipano”*<sup>22</sup>. Rappresenta una forma di ristrutturazione e riorganizzazione aziendale, mediante la quale due o più società combinano le loro risorse e patrimoni confluendo in un'unica organizzazione, la quale può essere di nuova formazione nel caso della fusione propria, oppure già esistente nel caso della fusione per incorporazione. In tal modo si realizza l'unificazione all'interno di un'entità giuridica rinnovata permettendo alle società coinvolte di continuare le loro attività in un ambito produttivo integrato. Come si approfondirà successivamente tale operazione non solo consente l'ottimizzazione delle risorse, ma favorisce anche il conseguimento di sinergie operative, il miglioramento della competitività e l'espansione del mercato di riferimento.

Nel presente capitolo si andrà ad approfondire tale istituto osservando, inizialmente, alcuni cenni dell'andamento di tale fenomeno secondo l'osservatorio “EY” riferito al territorio italiano nell'anno 2023, segue un approfondimento delle differenti tipologie di fusione e alcuni aspetti specifici di tale istituto, andando anche ad analizzare gli obiettivi strategici che inducono verso tale scelta. Si descrivono e commentano gli aspetti civilistici e successivamente si esamina il processo di fusione e in particolare il progetto di fusione; a seguire si sviluppa un approfondimento degli aspetti contabili, fiscali e tributati; infine, si espongono e si confrontano le differenze di contabilizzazione tra i principi contabili nazionali (OIC) e i principi contabili internazionali (IAS/IFRS).

---

<sup>22</sup> Organismo Italiano di Contabilità (OIC), *“OIC 4 - Fusione e Scissione”*. Disponibile su <https://www.fondazioneoic.eu> [ultimo accesso: 20/08/2024].

## **2.1 Cenni al fenomeno delle fusioni in Italia**

Le operazioni straordinarie di fusione vengono incluse nel più ampio spettro delle operazioni di M&A (*Merger & Acquisition*), queste ultime definiscono tutte quelle operazioni straordinarie di acquisizione e fusione, che sono finalizzate alla riorganizzazione strutturale di due o più imprese. Nel presente elaborato si concentrerà l'attenzione sulle operazioni di fusione, salvo una prima descrizione della diffusione del fenomeno M&A nel territorio italiano, dove i due istituti vengono osservati come un unico complesso viste le affinità nell'utilizzo.

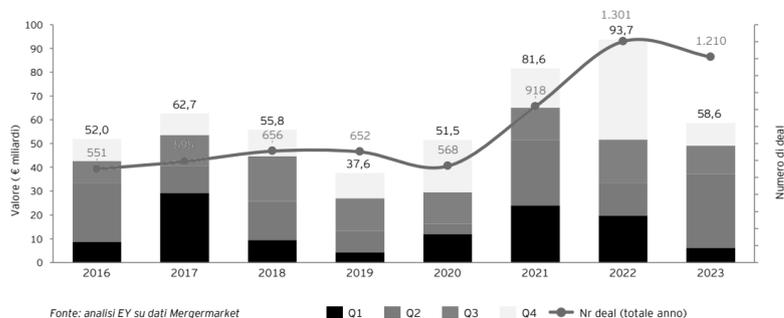
Il fenomeno delle fusioni e delle acquisizioni è da sempre uno strumento strategico fondamentale per il consolidamento e la crescita delle imprese, ne favorisce l'integrazione delle competenze e delle risorse e ne agevola i processi di cambiamento indotti dalle dinamiche evolutive del mercato. L'anno 2023 conferma quanto detto, infatti, l'andamento del fenomeno in Italia risulta essere stabile nel tempo, di cui ne sono una prova la solida attività di investimento e l'elevato numero di transazioni annunciate, come si evidenzia in prima battuta dal report sulle tendenze di investimento “*EY M&A Barometer - Review 2023 e Preview 2024*” realizzato dalla società di consulenza EY<sup>23</sup>. In tale analisi si evidenzia che nell'anno 2023, in Italia, sono state completate circa 1210 operazioni, confermando un buon ritmo ed evidenziando un notevole dinamismo da parte di aziende, fondi e investitori. Tali dati risultano notevoli se si osserva l'incertezza del contesto macroeconomico e geopolitico, influenzato da fattori come le tensioni commerciali e l'aumento dei tassi di interesse; questi hanno modificato in alcuni casi l'approccio adottato spostando l'attenzione verso scelte di investimento più caute, riducendo la dimensione media dei deal. Infatti, nel report si evidenzia che l'incidenza dei *megadeal* sul totale è di circa il 60%, leggermente inferiore al 2022, con un calo nel numero di operazioni da quindici a undici. Tale andamento viene rappresentato dal

---

<sup>23</sup> EY (2024), “*M&A Italia: Review 2023 e Preview 2024*”, Roma: EY Advisory S.p.A., <https://www.ey.com> [ultimo accesso: 02/08/2024].

grafico sottante, in cui si evidenziano sia il numero di operazioni, sia il valore di queste.

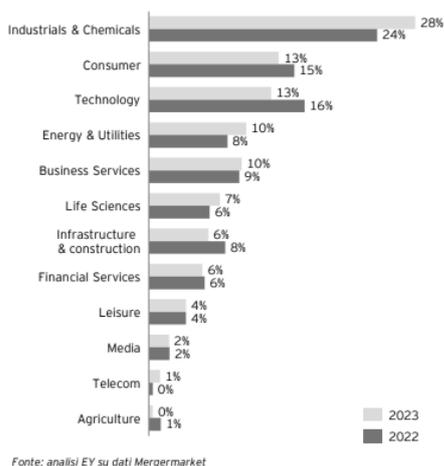
Grafico 1 “Trend M&A in Italia (2016 - 2023)”



“Fonte: analisi EY”

Per quanto concerne lo sviluppo settoriale delle operazioni di M&A il report precedentemente citato di EY individua quali maggiori i comparti Industrials & Chemicals (28%), Energy & Utilities (10%), Business Services (10%) e Life Sciences (7%), che si confermano dei pilastri fondamentali del mercato per la loro incidenza nel numero complessivo di operazioni. Nel grafico sottostante vengono riportati i valori percentuale con evidenza delle differenze rispetto all’anno 2022.

Grafico 2 “Trend settoriali M&A in Italia (2022 - 2023)”



“Fonte: analisi EY”

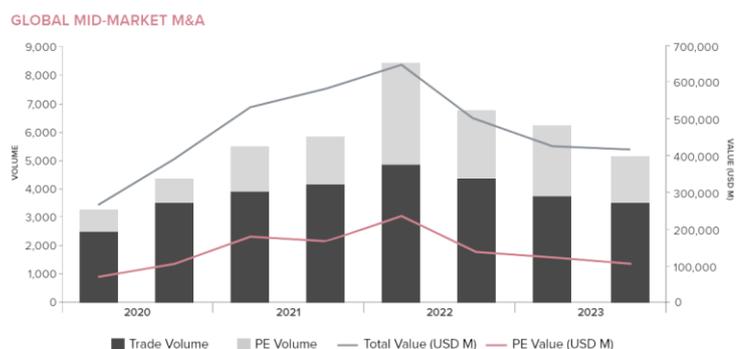
Al contrario, si evidenzia che i settori dei beni di consumo, della tecnologia e delle infrastrutture e costruzioni hanno mostrato un lieve calo rispetto all'anno precedente, pur continuando a crescere in termini di valori assoluti. Il settore

manifatturiero e quello dei servizi finanziari hanno mantenuto un ruolo di rilievo, riflettendo il costante interesse degli investitori e l'importanza strategica di tali settori.

In Italia, l'andamento delle operazioni di M&A continua ad essere influenzata da elementi già emersi negli ultimi due anni, tra questi emerge la necessità di una rapida trasformazione dei modelli operativi e di business e l'individuazione di nuovi mercati target, nonché il miglioramento dell'efficienza operativa e l'adozione di tecnologie avanzate, specialmente in relazione al continuo sviluppo dell'intelligenza artificiale. Questi elementi si concretizzano in un contesto nazionale caratterizzato da una disponibilità di capitale limitata, in particolare per la notevole presenza di piccole-medie imprese (PMI). Nel futuro prossimo, secondo le stime, il quadro internazionale sempre più frammentato e instabile sarà determinante e potrebbe portare ad un calo dell'internazionalizzazione delle imprese italiane, che si focalizzeranno su mercati più vicini, privilegiando strategie di vicinanza geografica e culturale. Infine, la transizione energetica in atto, sostenuta dall'impegno crescente delle aziende sui temi della sostenibilità, insieme alla trasformazione digitale, rimarranno una spinta all'aggregazione con finalità di ricerca delle sinergie.

A livello mondiale le principali analisi vengono effettuate in merito al *mid-market* M&A, ossia quelle operazioni che hanno un valore compreso tra 10 milioni e 1 miliardo di dollari. Segue un grafico rappresentativo:

Grafico 3 “Trend Global Mid-Market M&A (2020-2023)”



“Fonte: BDO M&A Horizons”

A livello di andamento mondiale il grafico soprastante mostra l'andamento

globale del Mid-Market M&A nel periodo 2020-2023, evidenziando una crescita costante fino al 2022, con un picco massimo sia nel volume che nel valore totale delle transazioni<sup>24</sup>. Nel 2023 si osserva, invece, una contrazione con una del valore totale, in particolare nelle operazioni di private equity. L'andamento viene influenzato da fattori economici globali, come l'incertezza economica e l'aumento dei tassi di interesse, che hanno ridotto la disponibilità di capitali e rallentato l'attività di fusione e acquisizione nel mercato di medio livello. Nonostante questi elementi i settori, a livello globale, che fungono da traino sono Energia, Industria Mineraria e Servizi Pubblici, Farmaceutico, Medico e Biotecnologie, e Telecomunicazioni, Media e Tecnologia.

## **2.2 Definizione, tipologie e aspetti generali della fusione**

La definizione di fusione non viene in alcun caso esplicitata in modo univoco, è condivisibile l'affermazione secondo cui *“la fusione tra società è un procedimento societario che permette di sostituire ad una pluralità di società, intese come organizzazioni giuridicamente distinte fra loro, un'unica società, nella quale confluiscono e si consolidano i patrimoni delle società partecipanti e nella quale i rispettivi soci acquisiscono o mantengono una partecipazione proporzionale al valore delle partecipazioni da essi detenute nelle società partecipanti, valore da determinare tramite una negoziazione nella prospettiva della fusione<sup>25</sup>”*. Per meglio comprendere il significato si rende utile ricercare la fusione all'interno di possibili gruppi di operazioni, al fine di ricercare somiglianze con altri istituti che ne chiariscano i confini. La fusione in tale senso viene classificata come:

- un'operazione che comporta il *trasferimento diretto della proprietà dell'azienda*, così come la scissione;

---

<sup>24</sup> BDO Global. (n.d.). *BDO M&A Horizons*. Tratto da <https://www.bdo.global/en-gb/microsites/bdo-horizons/bdo-m-a-horizons> [ultimo accesso: 05/09/2024]

<sup>25</sup> M.S. Spolidoro, *“Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie”*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 285-316.

- *un'operazioni sui soggetti*, non un'operazione sui beni. Delle prime fanno parte la fusione, la scissione e la trasformazione, vengono definite tali e sono accomunate dalla straordinarietà in senso giuridico, al contrario le operazioni sui beni, tra le quali rientrano il conferimento d'azienda, la cessione d'azienda e l'affitto d'azienda si distinguono per una straordinarietà in senso economico;
- *operazione corporativa*, non un'operazione negoziale. Le operazioni corporative vanno ad apportare delle modifiche strutturali dell'organizzazione societaria, tra cui rientrano anche la scissione, la trasformazione e liquidazione; al contrario, le operazioni negoziali, determinano un mutamento della titolarità dell'azienda, tra cui rientrano il conferimento d'azienda, la cessione d'azienda, l'affitto d'azienda e, in alcuni casi, la cessione di partecipazioni di controllo.

Secondo queste classificazioni è possibile osservare come la fusione, per quanto sia sostanzialmente l'opposto della scissione, venga ad essa associata per la strutturazione simile dell'operazione e le modalità di funzionamento dell'istituto.

La natura economica dell'operazione di fusione può poi portare ad una differente interpretazione economica di tale istituto, è possibile distinguere tra le fusioni che sono assimilabili ad *acquisizioni d'azienda*, in questo senso è possibile individuare tra i soggetti coinvolti nell'operazione la parte dominante, che funge da acquirente e ottiene il controllo dell'azienda unificata; quest'ultimo rimanda alla fattispecie della fusione per incorporazione. In secondo luogo, l'operazione di fusione viene osservata sotto il *profilo riorganizzativo e di ristrutturazione*, in questo caso i negoziati avvengono all'interno del medesimo gruppo e al termine non vi è un effettivo trasferimento del controllo in quanto viene solo modificato l'assetto strutturale del gruppo di appartenenza. Infine, si può considerare la fusione quale *unione fra aziende sostanzialmente uguali* per dimensioni e valori economici senza che si ponga alcuna figura dominante, è il caso della fusione propria, che viene

considerato oggi una fattispecie quasi unicamente accademica.<sup>26</sup>

Attraverso tali classificazioni si osserva quanto la fusione rappresenti un processo complesso e multidimensionale, che, a seconda delle prospettive giuridiche ed economiche, può assumere delle implicazioni differenti. La versatilità di tale istituto lo rende da un lato complesso, ma al contempo molto efficace, evidenziando la sua capacità di trasformare profondamente il tessuto organizzativo e proprietario delle imprese coinvolte.

Come affermato nel capitolo precedente l'istituto della fusione viene normato ai sensi del Codice civile negli articoli dal 2501 al 2505 quater, di cui al primo articolo viene data una definizione sintetica che ne definisce però alcuni elementi principali, tra cui sancisce l'esistenza di due tipologie distinte di fusione: “*la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre*<sup>27</sup>”.

Dunque, le due principali fattispecie della fusione sono:

- *fusione in senso proprio o per unione;*
- *fusione per incorporazione.*

La fusione in senso proprio o per unione comporta la nascita di un nuovo soggetto giuridico nella quale confluiscono due o più società, definite fuse, le quali cessano di esistere come soggetti autonomi. Differentemente, con la fusione per incorporazione una o più società vengono assorbite dalla società incorporante, che continua la sua attività, mentre le incorporate cessano anche in questo caso di esistere come unità individuali. Questa seconda tipologia è la fattispecie più diffusa. A sua volta esiste una differenza tra il caso in cui la fusione per incorporazione avviene fra società tra le quali sussiste un rapporto partecipativo e le società indipendenti sotto l'aspetto partecipativo.

Dalla definizione del Codice civile si evidenziano dunque quali sono gli effetti di riorganizzazione e unificazione osservando le implicazioni di

---

<sup>26</sup> S. Controneo, slide di presentazione “*La fusione di società*”, ODCEC Roma, 27 dicembre 2021.

<sup>27</sup> Art. 2501 del Codice civile, R.D. 16 marzo 1942, n. 262.

“sopravvivenza” dei soggetti coinvolti. Tali effetti non sono gli unici che devono essere presi in considerazione, infatti, è necessario riservare importanza per le conseguenze sulle compagini sociali delle imprese che prendono parte all’operazione. Innanzitutto, si rileva che nel momento in cui le società incorporate o fuse sottostanno ad una operazione di fusione i titoli rappresentativi del capitale di queste devono essere rivisti, nel caso della società incorporante e annullati, nel caso delle società fuse o incorporate. Così affermato sembrerebbe rappresentare un’alterazione non giustificata del patrimonio dei soci delle società in oggetto, comportando un arricchimento ingiustificato del patrimonio della società incorporante o della società di nuova costituzione. Al fine di evitare vantaggi di cui beneficerebbe un solo soggetto, l’operazione viene strutturata in modo tale che la società risultante nuova costituita o la società incorporante (a seconda della fattispecie di fusione scelta) attribuisca proprie azioni o quote a beneficio dei soci dell’incorporata o fusa, cosicché questi ultimi ottengano in cambio una partecipazione nel capitale. Di contro, nel caso di fusione per incorporazione, i soci della società incorporante subiscono una riduzione delle loro quote di partecipazione in virtù dell’ingresso di nuova compagine sociale.<sup>28</sup>

È indispensabile secondo la legge non mutare il peso partecipativo al capitale di tutti i soci, in tal senso viene definito il *rapporto di concambio*, il cui fine è quello di determinare in quale modo i soci delle società coinvolte nell’operazione di fusione parteciperanno al capitale della società incorporante o di nuova costituzione. È definito quale mezzo con il quale si determina il rapporto tra le azioni o quote della società incorporante o della società di nuova costituzione assegnate e le azioni o quote già possedute. A fronte di ciascuna azione o quota che viene annullata o ridotta a seguito di un’operazione di fusione è necessario stabilire il numero di azioni o quote che devono essere assegnate all’interno del nuovo assetto organizzativo risultante al fine di rendere tutti i soci compartecipi di un soggetto giuridico unico, mantenendo

---

<sup>28</sup> R. Perotta, L. Bertoli, “*Le operazioni straordinarie: conferimento d’azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*”, Giuffrè Editore, Milano, 2015.

l'equità antecedente all'operazione. L'unica eccezione al calcolo di tale rapporto è il caso di fusioni per incorporazione di società interamente posseduta dalla società incorporante. La determinazione di tale rapporto compete agli amministratori, che devono darne atto nel progetto di fusione e devono illustrare i criteri di calcolo; inoltre, per calcolarne il valore è necessario stimare il valore da attribuire alle singole società che partecipano alla fusione. In secondo luogo si procede a rettificare i valori attribuiti alle singole società per tenere conto dei maggiori o minori benefici in concreto ritraibili rispetto alle altre e infine, applicare tali valori, frutto dei processi di stima, nelle proporzioni matematiche che, mettendo in relazione il valore di ciascuna società partecipante alla fusione con il valore complessivo post fusione della società risultate o incorporante, consentono di quantificare quante azioni o quote della società risultate o incorporante devono essere attribuite a ciascun socio in cambio delle azioni o quote da questi possedute nelle società fuse o incorporate.<sup>29</sup>

Il calcolo del rapporto si esaurisce in un mero calcolo matematico, le cui procedure vengono sintetizzate di seguito.

Il primo passaggio essenziale, come prima accennato, è la determinazione del valore delle imprese che partecipano alla fusione. Nella dottrina e nella prassi contabile sono riscontrabili un'ampia gamma di metodi per quantificarlo, questi possono essere suddivisi in metodi reddituali (o sintetici), metodi patrimoniali (o analitici) e metodi di natura mista patrimoniale e reddituale. Il valore risultate ha una funzione di orientamento per il calcolo del rapporto di cambio e costituisce una base per la determinazione finale del prezzo di fusione, il quale è pur sempre un prezzo dibattuto fra le parti contraenti e influenzato, oltre che dalla forza contrattuale delle stesse, anche da fattori di natura non economica. Segue il calcolo effettivo del rapporto di cambio, di cui se ne possono distinguere due tipologie:

---

<sup>29</sup> Enrico Zanetti, "La procedura di calcolo del rapporto di concambio nelle operazioni di fusione", *Il fisco* 24/2008, p.4392.

- rapporto di concambio teorico;
- rapporto di concambio effettivo.

Il rapporto di concambio teorico è così definito poiché si basa esclusivamente sulla stima dei valori economici delle società coinvolte nella fusione, ignorando altri fattori che potrebbero influenzare la determinazione dell'aumento di capitale sociale della società risultante o incorporante e la sua distribuzione tra i soci. Pertanto, queste stime considerano unicamente i valori economici delle combinazioni.

Questo viene calcolato mediante la semplice formula:

$$\text{Rapporto di concambio teorico} = \frac{\frac{V.Kec A}{n.azioni quote A}}{\frac{V.Kec B}{n.azioni quote B}} \quad 30$$

Dove nella formula con “V” si intende valore e con “Kec” il capitale economico; A rappresenta la società incorporata e B la società incorporante. La frazione al numeratore rappresenta il valore di una azione o quota di A, invece, la frazione al denominatore determina il valore di una azione o quota di B. Il risultato che si ottiene rappresenta il valore del rapporto di cambio teorico, da questo è possibile derivare l'aumento di capitale sociale dell'incorporante con la seguente formula:

$$\begin{aligned} \text{Aumento di c. s. incorporante} &= \\ &= \text{Rapporto di concambio} * n.azioni quote A non possedute * V.N.U azioni B^{31} \end{aligned}$$

La formula moltiplica il valore ottenuto dalla prima formula che rappresenta il rapporto di concambio, per il numero di azioni o quote della società incorporata che non sono ancora possedute, per il valore numerario unitario delle azioni della società incorporante (V.N.U.)

---

<sup>30</sup> R. Perotta, L. Bertoli, “Le operazioni straordinarie: conferimento d’azienda e di partecipazioni, fusione e scissione”, Giuffrè Editore, Milano, 2015.

<sup>31</sup> Alessandro Piona, Slide di presentazione “Il rapporto di cambio “fusioni e scissioni”, ODCEC Milano, 18 dicembre 2019.

In contrapposizione al rapporto di cambio teorico viene definito il rapporto di cambio effettivo, valore che viene effettivamente indicato nel processo di fusione e illustrato nella relazione dell'organo amministrativo. La differenza tra i due valori si determina nella negoziazione che prende atto nel far valere le argomentazioni valutative per le varie imprese, andando oltre ai caratteri meramente economici.<sup>32</sup>

In breve, è possibile calcolare tale rapporto effettivo con il seguente procedimento.

Il primo passaggio consiste nel calcolo del peso partecipativo. Questo è il valore che deve essere riconosciuto ai soci della società fusa o incorporata (A) nella compagine sociale della società risultate o incorporante (B). Questo viene calcolato con la seguente formula:

$$\text{Peso partecipativo da riconoscere ai soci A nel capitale sociale B} = \frac{\text{valore effettivo A}}{\text{valore effettivo post fusione B}}$$

In secondo luogo, si procede al calcolo del numero di nuove azioni o quote della società risultante o incorporante che deve essere emesso ai fini della loro assegnazione ai soci della società fusa o incorporata, con l'obiettivo di attribuire loro il peso partecipativo calcolato al punto precedente. Si procede con la seguente formula:

*(nel caso di fusione per incorporazione)*

$$\text{Numero di azioni o quote post aumento di capitale} = \frac{\text{numero di azioni o quote B ante fusione} \times 100\%}{100\% - \% \text{ di partecipazione dei soci A nel capitale B post fusione}}$$

Dopo aver determinato il numero totale di azioni che dovrà presentare la società incorporante post fusione, si sottrae il numero di azioni ante-fusione per trovare il numero delle nuove azioni emettere:

---

<sup>32</sup> R. Perotta, L. Bertoli, "Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", Giuffrè Editore, Milano, 2015.

*Numero di azioni da emettere ai fini del concambio =  
n. di azioni o quote post aumento di capitale – n. di azioni o quote ante fusione*

*(nel caso di fusione propria)*

Nel caso in cui la fusione comporti la creazione di una nuova società, il calcolo delle azioni o quote da emettere per i soci delle società fuse dipende dalle decisioni degli amministratori riguardo al capitale sociale della nuova entità. Questo capitale deve situarsi tra due limiti, un valore minimo, rappresentato dalla somma dei capitali sociali delle società partecipanti alla fusione e un valore massimo, rappresentativo del valore effettivo della nuova società risultante dalla fusione.

Una volta deciso l'ammontare del capitale sociale e il numero di azioni (se la società risultante è azionaria), le azioni o quote vengono assegnate ai soci in proporzione al peso partecipativo che deve essere riconosciuto a ciascuno.<sup>33</sup>

In merito alla verifica della congruità del rapporto di cambio, l'articolo 2501-sexies, sancisce che *“uno o più esperti per ciascuna società redigono una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione”*, tale relazione deve commentare anche l'adeguatezza dei metodi adottati. L'articolo sancisce poi, che, se la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, allora l'esperto o gli esperti devono essere Revisori Legali di conti e sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Si legge, infatti, *“se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa”*. Ai soggetti di cui ai precedenti terzo e quarto comma è altresì affidata, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, la relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma

---

<sup>33</sup> Enrico Zanetti, *“La procedura di calcolo del rapporto di concambio nelle operazioni di fusione”*, Il fisco 24/2008, p.4395.

dell'articolo 2343 Cc. La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione.<sup>34</sup>

La distinzione tra fusione per incorporazione e fusione propria o per unione è la classificazione maggiormente utilizzata, ma non è l'unica; infatti, è possibile catalogare in modo differente le operazioni in oggetto distinguendole tra:

- *fusione omogenea e fusione eterogenea*

Nella fusione omogenea le società che partecipano appartengono tutte alla stessa categoria di società, ad esempio nel caso di una fusione tra due o più Srl; nella fusione eterogenea, invece, le parti che partecipano possono appartenere a differenti categorie o enti differenti, nel rispetto dei limiti imposti dalla disciplina.

- *fusione progressiva e fusione regressiva*

Nel primo caso la risultante della fusione o la società incorporante è una società di capitali; invece, la fusione è regressiva quando la risultante dell'operazione o l'incorporante è una società di persone.

Un'ulteriore classificazione è quella riscontrabile nella classe delle fusioni per incorporazione in cui sono coinvolte società che vantino un rapporto partecipativo tra loro, queste possono essere definite *fusioni dirette*, nel momento in cui la società partecipante incorpora la partecipata, oppure *fusione inversa*, nel caso in cui la società partecipata incorpora la partecipante.

Una volta comprese le diverse tipologie di fusione, è importante analizzare le ragioni per cui le aziende scelgono di intraprendere tali operazioni, gli obiettivi strategici che intendono raggiungere e i *vantaggi* che ne possono derivare. Non solo, è necessario considerare anche quelli che possono essere gli aspetti negativi e i *limiti* di tali operazioni. Le fusioni societarie rappresentano una

---

<sup>34</sup> Articolo 2501-sexies del Codice civile, R.D. 16 marzo 1942, n. 262.

strategia fondamentale per raggiungere diversi obiettivi economici e di mercato, motivati principalmente dalla necessità di razionalizzare i costi, espandere il mercato, migliorare la capacità competitiva, ottenere sinergie e diversificare il rischio. La fusione, infatti, rafforza l'immagine dell'impresa sul mercato, e questa pratica è spesso osservata, soprattutto nella forma della fusione per incorporazione (nella sua accezione quale acquisizione), nelle quali la società di grandi dimensioni mira ad escludere la concorrenza e a creare un'entità monopolistica, riorganizzando e ottimizzando le strutture interne del gruppo. Non solo, le grandi imprese potrebbero anche definire una strategia di fusioni per incorporazioni al fine di ampliare la propria gamma di prodotti offerti, acquisendo nuovo *know how*. Nel caso delle piccole e medie imprese, invece, la fusione diventa una strategia per fronteggiare la concorrenza delle grandi aziende e per acquisire una posizione più solida nel mercato, andando a ricercare un miglior posizionamento contrattuale e negoziale. A livello economico sussistono una serie di spinte che portano le imprese a adottare tale procedura, nel campo delle imprese industriali, ad esempio, si include tra queste l'ottimizzazione dell'uso di impianti e attrezzature, l'integrazione di fasi produttive consecutive, l'acquisizione di brevetti, licenze e know-how condivisibili tra le società fuse, nonché l'obiettivo del raggiungimento di economie di scala e l'efficienza del processo distributivo. Inoltre, le fusioni possono contribuire significativamente alla riduzione dei costi amministrativi e alla risoluzione di squilibri strutturali esistenti all'interno delle aziende coinvolte. In tal senso la fusione rappresenta uno strumento di crescita in "senso orizzontale"<sup>35</sup>, consente di estendere l'attività produttiva e commerciale verso il medesimo settore o altri settori contigui, in particolare come mezzo per ridimensionare la concorrenza. In ottica differente, è possibile strumentalizzare la fusione in "senso verticale"<sup>7</sup> nei casi in cui l'operazione venga effettuata all'interno di gruppi, tra società già collegate commercialmente e che rappresentano clienti o fornitori abituali. In tal senso risulta evidente il

---

<sup>35</sup> R. Perotta, L. Bertoli, "Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", Giuffrè Editore, Milano, 2015.

vantaggio dell'operazione per la riduzione dei costi e in generale per l'efficienza aziendale.

Tuttavia, è indispensabile prestare attenzione anche agli aspetti potenzialmente svantaggiosi per le imprese stesse, primo tra tutti bisogna considerare che le fusioni vanno a comportare una crescita dimensionale delle entità coinvolte, questo porta a potenziali cambiamenti organizzativi e variazioni delle modalità di gestione interna. Infatti, a seguito di un processo di fusione si potrebbero riscontrare delle criticità quali la difficoltà ad integrare culture aziendali diverse e nella gestione dei conflitti interni, al fine di ridurre questi rischi si rivela utile un'attenta pianificazione strategica e un'efficace gestione del cambiamento. Non solo, adottando uno sguardo microeconomico si potrebbe affermare che attraverso le fusioni e in un'ottica di concentrazione aziendale si vada verso una riduzione della concorrenza e dunque un aumento degli oligopoli e dei monopoli, con il rischio che questo abbia degli impatti negativi per i consumatori, generando dei prezzi più alti e quantità inferiori.<sup>36</sup>

La scelta di intraprendere un'operazione di fusione, per tali motivi, deve essere compiuta adottando una visione critica e molto attenta, è fondamentale andare ad analizzare la situazione iniziale dell'impresa “*as is*” e le motivazioni verso la spinta al cambiamento, non solo, è necessario avere una chiara comprensione degli obiettivi a lungo termine e della situazione finale “*to be*” che si vuole raggiungere, prendendo in considerazione i possibili rischi, al fine di assicurare che i benefici attesi si concretizzino e contribuiscano alla crescita dell'impresa.

### **2.3 Aspetti civilistici**

La fusione viene normata, come anticipato, nel Libro Quinto al “*Titolo V - Delle società*”, nello specifico nel *Capo X, intitolato “Della trasformazione,*

---

<sup>36</sup> Editorial: Opinion “How Mergers Damage the Economy, By The Editorial Board, Oct. 31, 2015, <https://www.nytimes.com/2015/11/01/opinion/sunday/how-mergers-damage-the-economy.html> [ultimo accesso: 24/07/2024]

*della fusione e della scissione*". In particolare, l'istituto in trattazione viene normato nella sezione II "*della fusione delle società*", la sezione precedente tratta della trasformazione societaria, mentre la successiva tratta della scissione della società; tale collocazione conferma i tre istituti quali operazioni assimilabili al fenomeno più generico delle operazioni straordinarie, anche se, come evidente, non vengano mai definite come tali. Gli articoli in oggetto sono numerati dall'art. 2501 al 2505-quater, nel presente paragrafo vengono si osservano le caratteristiche principali degli articoli ritenuti più significativi per la trattazione.

L'articolo 2501 Cc viene già citato precedentemente, all'interno di questo si rileva la distinzione tra le possibili forme di fusione, inoltre, al secondo comma si precisa che "*la partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiamo iniziato la distribuzione dell'attivo*"<sup>37</sup>. Dunque, una società in stato di liquidazione ha la possibilità di rendersi partecipe ad una fusione solamente se non ha ancora iniziato il procedimento di distribuzione del patrimonio ai soci. Tale decisione ha aperto ampi dibattiti sul momento esatto in cui la situazione descritta da Codice civile si verifica. La tesi maggioritaria segue un'interpretazione letterale della disposizione di legge, affermando che la distribuzione dell'attivo ha inizio quando materialmente il liquidatore inizia a distribuire ai soci il residuo della liquidazione, ne consegue che una società in liquidazione possa partecipare a una fusione fino a quando i soci non abbiano iniziato a percepire quanto è rimasto nel patrimonio sociale dopo l'integrale soddisfacimento dei creditori. La seconda impostazione, invece, si distacca dal dettato normativo affermando che la partecipazione alla fusione sarebbe preclusa alle società in liquidazione che hanno approvato il bilancio finale di liquidazione, quest'ultimo è il documento che legittima la distribuzione ai soci del residuo attivo di liquidazione e che fa sorgere in capo a questi ultimi il diritto soggettivo a percepire gli importi che lo compongono. In entrambi i casi è fondamentale verificare alla stipula dell'atto di fusione che

---

<sup>37</sup> Articolo 2501 - *comma 2* del Codice civile, R.D. 16 marzo 1942, n. 262.

non esista tale impedimento; se dovesse sussistere, l'assemblea può decidere per la revoca dello stato di liquidazione, ma solo se la consistenza del patrimonio sociale viene ritenuta sufficiente. Si rende utile precisare, invece, che la distribuzione alla compagine sociale non ha il medesimo effetto in quanto tale pagamento non è irreversibile.<sup>38</sup>

Proseguendo, l'articolo 2501 bis C.c. " *fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*" sancisce le norme per la casistica cosiddetta di *merger leverage by out (MLBO)*, chiarendone la liceità quale operazione comune nella prassi commerciale che prevede l'acquisizione di una società attraverso l'indebitamento, con il successivo rimborso del debito utilizzando le risorse finanziarie della società acquisita, di fatto permette di trasferire il costo dell'acquisizione dalla società acquirente alla società acquisita. L'articolo ne determina specifici obblighi informativi e procedurali volti a garantire la sostenibilità finanziaria e la trasparenza dell'operazione tutelando gli interessi dei soci e dei creditori coinvolti.<sup>39</sup>

Uno dei passaggi fondamentali dell'operazione di fusione è la realizzazione del *progetto di fusione*, le cui norme sono sancite all'articolo 2501 ter, il cui testo afferma

*“L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare: (1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; (2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; (3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; (4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; (5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; (6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle*

---

<sup>38</sup> Luca Guerrini, "*Il procedimento di fusione*", in VV.AA "*La Fusione*", Giappichelli Editore, 2019.

<sup>39</sup> Fondazione Aristeia, Consiglio Nazionale dei Commercialisti. (2020). *DOCUMENTO ARISTEIA n.50, "La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento MLBO"*, giugno 2005 <https://www.fondazione nazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari50.pdf> [ultimo accesso: 30/07/2024].

*società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; (7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; (8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.*

*Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.*

*Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. In alternativa al deposito presso il registro delle imprese il progetto di fusione è pubblicato nel sito Internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.*

*Tra l'iscrizione o la pubblicazione nel sito Internet del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.”*

Tale articolo è cruciale per garantire la trasparenza e la correttezza delle operazioni di fusioni societarie, nel presente si sanciscono gli elementi essenziali di tale progetto, che deve essere definito dall'organo amministrativo. L'importanza del progetto di fusione deriva dall'essere il primo delle tappe fondamentali che portano all'effettivo atto di fusione con il quale si conclude il processo di fusione; è considerato, inoltre, il primo degli atti a dover essere redatto e depositato, anticipando gli atti che verranno definiti dagli articoli successivi. L'articolo presenta alcuni punti critici, tra questi è significativo il comma tre, in cui si tratta del rapporto di cambio delle azioni o quote delle società partecipanti alla fusione, come evidenziato in precedenza, la difficoltà risiede nella necessità di garantire l'equità tra i soci, infatti, la presenza di differenti metodologie di valutazione potrebbe portare a risultati differenti.

Gli articoli successivi, art.2501 quater Cc, art.2501 quinquies Cc, art. 2501 sexies Cc, contengono rispettivamente le norme per la rappresentazione della situazione patrimoniale delle imprese, la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti, che verranno approfonditi successivamente. Il primo articolo in oggetto stabilisce che l'organo amministrativo delle società

partecipanti alla fusione deve redigere la situazione patrimoniale delle stesse, osservando le norme sul bilancio d'esercizio. Questa situazione patrimoniale deve essere riferita a una data non anteriore di oltre centoventi giorni rispetto al giorno in cui il progetto di fusione viene depositato nella sede della società o pubblicato sul suo sito Internet. La situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito o della pubblicazione del progetto di fusione. Il secondo articolo, inerente alla relazione dell'organo amministrativo, stabilisce che quest'ultimo deve redigere una relazione che illustri e motivi il progetto di fusione sia dal punto di vista giuridico che economico, nella quale, inoltre, deve essere dettagliata la spiegazione del rapporto di cambio delle azioni o delle quote e i criteri utilizzati per il calcolo. Segue l'articolo 2501 sexies, il quale è già stato approfondito nel paragrafo precedente.

La fusione viene decisa dalle società che partecipano all'operazione mediante l'approvazione del progetto, questa per le società di persone viene presa con il consenso della maggioranza dei soci, salvo diverse disposizioni, come viene sancito all'articolo 2502 Cc. Tale documentazione deve essere depositata secondo quanto definito dall'articolo 2502 bis, che ne sancisce le modalità di iscrizione nell'ufficio del registro delle imprese. Il procedimento di fusione può proseguire ed essere *“attuato solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste all'articolo 2502 bis”*, come previsto dall'articolo 2503 Cc. Questo periodo di attesa permette ai creditori delle società partecipanti di valutare l'operazione e di tutelare i loro interessi. Inoltre, nell'articolo successivo, l'articolo 2503 bis, vengono tutelati i possessori di obbligazioni, Questi ultimi possono fare opposizione secondo le modalità previste, si presta particolare attenzione ai soggetti in possesso di obbligazioni convertibili, tali soggetti devono avere la possibilità di esercitare il diritto di conversione. Nel caso in cui non lo esercitassero, a tali soggetti devono essere garantiti i medesimi diritti spettanti ante-fusione, eccetto che l'assemblea degli obbligazionisti abbia approvato modifiche ai loro diritti.

L'articolo 2504 Cc denominato *“atto di fusione”* sancisce che la fusione deve *“risultare da atto pubblico, [...] deve essere depositato per l'iscrizione, a cura*

*del notaio o dei soggetti cui compete l'amministrazione della società risultante dalla fusione o di quella incorporante, entro trenta giorni, nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione, di quella che ne risulta o della società incorporante”.*

Interessante è quanto concerne al dibattito che sorge dalla lettura dell'articolo 2504 bis *“effetti della fusione”*. Tale disposizione disciplina gli effetti della fusione tra società, stabilendo che essa diventa efficace quando viene eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504 Cc, salvo alcune eccezioni. L'articolo introduce in questa parte i concetti di retrodatazione e postdatazione, secondo i quali l'atto di fusione può prevedere una data di efficacia successiva o una realizzazione degli effetti in un momento anticipato. Tali fattispecie, in virtù delle implicazioni significative sulla rappresentazione dei bilanci, vengono descritte con maggiore dettaglio nel paragrafo dedicato. Inoltre, questo articolo con l'affermazione *“la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione”* sancisce l'applicazione del principio di continuità dell'impresa. Tale affermazione risulta significativa nell'ambito di un dibattito sugli effetti della fusione quale vicenda modificativa o estintiva. In anni passati, precedenti alla riforma del diritto societario del 2003, prevaleva l'interpretazione della fusione quale vicenda estintiva che *“assimilava la fusione societaria ad un fenomeno successorio, analogamente ad una successione universale mortis causa<sup>40</sup>”*, secondo questa la fusione determina l'estinzione definitiva di uno o più soggetti, che subentrano nel soggetto risultante di nuova costituzione o nel soggetto incorporante. L'idea prevalente che poi si è sviluppata è opposta a questa e afferma che la fusione non comporta l'estinzione della società incorporata né la creazione di un nuovo soggetto giuridico, ma piuttosto un processo di integrazione e trasformazione che preserva la continuità dei rapporti giuridici esistenti. Infatti, la fusione viene ad oggi considerata una

---

<sup>40</sup> R. Perotta, L. Bertoli, *“Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione”*, Giuffrè Editore, Milano, 2015.

forma di modificazione delle contrattazioni sociali tra le società pre-fusione, le quali proseguono sotto forma di un unico contratto sociale in capo alla società risultate o incorporante.

Negli articoli successivi 2505 Cc e 2505 bis Cc si approfondiscono due casistiche della fusione per incorporazione, nel primo caso l'evento per cui le azioni o quote della società incorporata sono interamente possedute dalla società incorporante; nel secondo articolo, invece, si osserva il caso in cui le azioni o quote sono possedute per almeno il novanta per cento dalla società incorporante. L'articolo 2505 prevede una procedura semplificata eliminando la necessità di alcune formalità, come la redazione della relazione degli amministratori e dei periti, e l'approvazione del progetto di fusione da parte dell'assemblea della società incorporante, salvo diverse disposizioni definite dallo statuto. In modo simile, l'articolo 2505 bis estende tali semplificazioni consentendo un iter procedurale agevolato anche al secondo caso in oggetto. Entrambi gli articoli mirano a facilitare le operazioni di riorganizzazione societaria riducendo i costi e i tempi necessari per la loro attuazione, senza compromettere i diritti dei soci e dei creditori e senza comprometterne la funzionalità.

#### **2.4 Il processo di fusione**

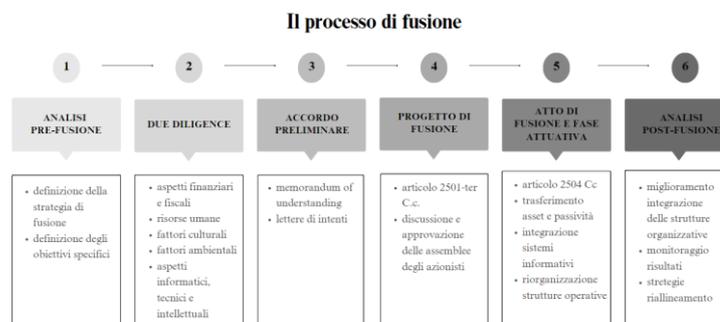
Il processo di fusione si articola in diverse fasi: ha inizio da un'attenta analisi pre-fusione, prosegue con la formalizzazione legale, e si conclude con l'integrazione post-fusione e la verifica dei risultati. L'obiettivo di questo paragrafo è evidenziare non solo gli aspetti tecnici e giuridici obbligatori, ma anche le strategie gestionali che contribuiscono al successo dell'operazione. Infatti, alcune fasi sono obbligatorie secondo la legge, mentre altre rappresentano pratiche consolidate al fine ottenere risultati ottimali.

Il momento iniziale del processo è il riconoscimento della necessità di un cambiamento a cui segue una fase di analisi preliminare, durante la quale gli amministratori valutano le opportunità di fusione, esaminando il mercato, le tendenze economiche, e le potenziali sinergie tra le aziende. In questa fase,

inoltre, si definiscono gli obiettivi strategici della fusione che si mira ad ottenere, assicurandosi che l'operazione crei valore per gli azionisti e gli stakeholder. Successivamente, si procede con la due diligence, un'indagine approfondita volta a verificare la validità delle informazioni raccolte. Questa, oltre agli aspetti finanziari e legali, include l'analisi delle risorse umane, della cultura aziendale, e dell'impatto ambientale, per garantire una visione completa dei rischi e delle opportunità legate alla fusione. Le parti, poi, entrano in una fase di negoziazione formale, in cui vengono possono essere redatti dei documenti preliminari, come memorandum of understanding o lettere di intenti, che definiscono le basi e le responsabilità della fusione. Sebbene non vincolanti dal punto di vista giuridico, questi documenti sono fondamentali per allineare le aspettative delle parti.

Il processo formale della fusione inizia con la redazione del progetto di fusione, regolamentato dall'articolo 2501-ter C.c., seguito dal deposito degli atti e dall'approvazione delle assemblee degli azionisti. Una volta approvata, la fusione viene ufficializzata tramite la stipula dell'atto di fusione, che conferisce validità legale all'operazione una volta registrato presso il registro delle imprese. Infine, la fase post-fusione include l'integrazione operativa e il monitoraggio continuo dei risultati. Quest'ultima fase è cruciale per consolidare i benefici previsti, come la riduzione dei costi e l'aumento della produttività. Infine, sottendono a ciascuna delle fasi una gestione efficace del cambiamento e una comunicazione costante con gli stakeholder, che sono essenziali per garantire il successo a lungo termine della fusione.

Di seguito uno schema riassuntivo del processo in oggetto.



*“Fonte: elaborazione personale”*

## 2.5 Aspetti contabili

Il bilancio rappresenta, per eccellenza, il documento che riflette in modo completo e dettagliato gli aspetti contabili di un'impresa. In particolare, nelle operazioni straordinarie, esso assume un ruolo di cruciale importanza non solo per l'informativa esterna, ma anche come strumento di analisi interna. Prima della fusione, il bilancio è essenziale per valutare lo stato di salute delle imprese coinvolte e per identificare le possibili sinergie che potrebbero derivare dall'operazione. Inoltre, durante l'intero processo di fusione e successivamente, il bilancio serve come documento fondamentale per l'informativa, la valutazione e la gestione interna dell'operazione stessa, offrendo un quadro chiaro e trasparente della situazione economico-finanziaria.

Nel campo delle operazioni di fusione vi sono una serie di documenti di bilancio o parti di esso che sono essenziali:

1. La situazione patrimoniale secondo l'articolo 2501-quater Cc, la quale può essere sostituita in casi specifici dal bilancio dell'ultimo esercizio;
2. I bilanci e le situazioni contabili di chiusura delle società incorporate o fuse;
3. Il bilancio di apertura, secondo l'articolo 2504-bis Cc;

In primo luogo, si fa riferimento all'articolo 2501-quater Cc, secondo cui il primo documento obbligatorio richiesto durante la fase di redazione del progetto di fusione è la *situazione patrimoniale* delle società partecipanti. Tale relazione viene redatta dall'organo amministrativo e deve essere "*riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società ovvero pubblicato sul sito Internet di questa*"<sup>41</sup>. Tale documento risponde alla necessità di informativa necessaria per far sì che l'operazione venga conclusa nel pieno della consapevolezza e che le parti decisorie delle imprese possano comprendere al meglio e poter analizzare nel suo completo la situazione patrimoniale, quale fotografia dello stato di salute dell'impresa a quel dato momento, evidenziandone le risorse

---

<sup>41</sup> Articolo 2501 quater del Codice civile, R.D. 16 marzo 1942, n. 262.

materiali e finanziarie che l'impresa dispone, permettendo di definire il patrimonio netto quale risultato della differenza tra gli elementi attivi e passivi. In particolare, la situazione patrimoniale offre informazioni essenziali sulla valutazione degli asset e delle passività, elementi che consentono di determinare il patrimonio netto delle società; consente, poi, di comprendere la stabilità finanziaria delle imprese in oggetto effettuando delle analisi della liquidità, della solvibilità e della capacità di generare flussi di cassa, tutti fattori che influiscono sulla sostenibilità a lungo termine dell'entità risultante dalla fusione. Inoltre, è elemento di identificazione dei rischi attraverso l'analisi degli elementi debitori e delle possibili passività nascoste che potrebbero influire negativamente sulla nuova entità, da costituire o già esistente. È utile, con un'ottica volta al futuro, per la valutazione del potenziale di crescita delle imprese, infatti, confrontando le risorse e i debiti delle società, gli analisti possono stimare il potenziale di crescita e le sinergie che potrebbero emergere dall'integrazione delle due imprese. Questo documento, come si evince dalla norma di legge può essere sostituito dall'ultimo bilancio di esercizio redatto dall'impresa, purché questo sia stato chiuso *“non oltre sei mesi prima del giorno del deposito o della pubblicazione”* del progetto di fusione presso la sede della società o pubblicato sul sito Internet di essa.

La dottrina ha sollevato alcune questioni in merito alla presentazione della sola soluzione patrimoniale, interrogandosi se questa sia davvero adeguata a soddisfare le finalità richieste o se non sarebbe più opportuno includere anche gli altri documenti di bilancio. Tale dubbio è avvalorato dal fatto che la normativa stessa, come affermato poco sopra, prevede la possibilità di utilizzare l'intero bilancio d'esercizio, e non solo la situazione patrimoniale, come alternativa valida, se vengono rispettate le tempistiche richieste. Di conseguenza si potrebbe pensare che anche in un momento diverso dalla chiusura di esercizio potrebbe essere utile non avvalersi esclusivamente della sola situazione patrimoniale. Per altri versi, viene esposta una spiegazione plausibile a tale dubbio: se il progetto di fusione viene redatto entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, le possibili variazioni significative che possono sussistere riguarderebbero principalmente gli assetti patrimoniali, mentre gli

altri aspetti del bilancio subirebbero modifiche meno rilevanti in tale arco di tempo e che, dunque, non necessiterebbero di una nuova rappresentazione.

Tuttavia, vi sono altri studiosi che si interrogano ulteriormente sulla reale rilevanza e sufficienza dei documenti inclusi nel bilancio di esercizio e nella situazione patrimoniale per garantire un'informativa completa per tale operazione. Essi, infatti, ritengono che, sebbene tali documenti offrano una base solida per l'analisi, potrebbero non essere sufficienti a rappresentare in modo esaustivo tutte le dinamiche aziendali rilevanti per una fusione. Di conseguenza, suggeriscono che tali documenti contabili dovrebbero essere integrati da ulteriori relazioni, come la relazione sulla gestione, la quale potrebbe fornire informazioni dettagliate sulla strategia aziendale, sulle prospettive future e sui rischi potenziali. Inoltre, la predisposizione di una relazione dettagliata sugli aspetti economici e finanziari specifici delle società coinvolte potrebbe contribuire a offrire un quadro ancora più chiaro e completo della situazione patrimoniale, finanziaria e operativa, rendendo così l'informativa più utile e pertinente per tutte le parti interessate.

Proseguendo con la normativa, si rende necessario specificare, come afferma il comma tre, che “[...] *nel caso di società quotata in mercati regolamentati, [il documento in oggetto può essere sostituito] dalla relazione finanziaria semestrale prevista dalle leggi speciali, purché non riferita ad una data antecedente sei mesi dal giorno di deposito o pubblicazione indicato al primo comma*”. Tale scelta riflette la necessità di presentare un’informativa completa, ma evitando una ripetizione delle analisi e della rilevazione dei valori nell’arco di un ristretto periodo temporale.

Infine, la norma in oggetto presenta un’eccezione secondo cui la situazione patrimoniale delle imprese potrebbe non essere necessaria in tutte le sue parti se viene presentata una rinuncia unanime dei soci e dei possessori di strumenti finanziari che vantano un diritto di voto in ciascuna delle società partecipanti.<sup>42</sup>

---

<sup>42</sup> Articolo 2501 quater del Codice civile, R.D. 16 marzo 1942, n. 262.

Il secondo documento a cui si fa riferimento è il *bilancio di chiusura* delle società incorporate o fuse a seguito dell'operazione. Sebbene non espressamente previsto dalla normativa, tale bilancio è ritenuto da parte della dottrina indispensabile per determinare il risultato di gestione maturato tra la chiusura dell'ultimo esercizio e la data di efficacia della fusione, rispondendo all'esigenza di tutelare gli interessi dei soci, rispettare le disposizioni informative e adempiere agli obblighi fiscali. Tali motivazioni si rendono significative in quanto durante tale periodo possono sussistere variazioni dei valori che possono andare ad alterare, ad esempio, i dati con i quali viene effettuato il calcolo del rapporto di cambio. Non solo, tale documento è necessario per attribuire ai soci dell'incorporata il valore del risultato economico relativo alla frazione di esercizio in esame.

Tale bilancio rappresenterebbe un bilancio cosiddetto intermedio, che per norma deve sottostare alle regole del principio contabile 30, dove per i bilanci infrannuali si prevede la redazione di un documento completo di conto economico, stato patrimoniale e nota integrativa redatti secondo gli ordinari criteri.<sup>43</sup> In merito al bilancio di chiusura sussistono dei dubbi riguardo alla sua effettiva necessità; è vero quanto detto e dunque che è necessario per la determinazione del rapporto di cambio e per l'imputazione del periodo intermedio in oggetto, ma adottando uno spirito maggiormente critico si evidenzia che le valutazioni economiche, effettuate per determinare il rapporto di cambio, dovrebbero già incorporare e prevedere le eventuali variazioni economico-patrimoniali del periodo in oggetto. L'ipotesi di redigere un bilancio di chiusura potrebbe quindi risultare ridondante, rischiando di duplicare i risultati. In realtà tale documento trova la sua validità in ambito fiscale, dove la normativa impone comunque la determinazione del risultato economico per il periodo compreso tra la chiusura dell'ultimo esercizio e la data di efficacia della fusione, richiedendo la redazione di un prospetto economico-fiscale che garantisca una corretta rappresentazione dei valori

---

<sup>43</sup> R. Perotta, L. Bertoli, *“Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione”*, Giuffrè Editore, Milano, 2015.

patrimoniali, è infatti impossibile che una impresa nel corso della sua attività possa non tenere traccia della contabilità. Si vedrà successivamente che tale previsione risulta dalle norme fiscali, in particolare secondo l'articolo 172 TUIR deve essere redatto a fini informativi un bilancio di chiusura contenente il risultato economico del periodo compreso tra la chiusura dell'ultimo bilancio e la data dell'efficacia dell'operazione.<sup>44</sup>

Prima di definire gli elementi successivi, si rende utile un approfondimento riguardo *la postdatazione e la retrodatazione degli effetti della fusione*. Tali temi vengono introdotti dagli articoli del Codice civile e vengono affrontati nel principio OIC 4. Sono concetti importanti nella contabilizzazione delle fusioni perché influenzano il periodo di competenza delle operazioni e, di conseguenza, le informazioni finanziarie riportate nei bilanci delle società coinvolte, non solo, vanno ad influenzare anche la necessità stessa della redazione stessa di questi ultimi.

Secondo l'OIC 4 è innanzitutto necessario definire cosa si intende con periodo "interinale", quale il periodo che vi è tra il momento in cui viene determinato il rapporto di cambio, solitamente in concomitanza della situazione patrimoniale definita secondo l'articolo 2501-quater, e la data in cui si realizzano i cosiddetti effetti della fusione. Questi ultimi possono essere distinti in due tipologie secondo l'articolo: gli effetti reali e gli effetti obbligatori. Gli *effetti reali* sono "a) l'"*estinzione*" delle società incorporate o fuse come autonomi soggetti di diritto; b) la *successione universale della società incorporante o risultante dalla fusione nel patrimonio e il trasferimento della totalità dei rapporti giuridici facenti capo alle società estinte*; c) l'*annullamento delle azioni o quote nelle società estinte e nella loro "conversione", in base al rapporto di cambio, in azioni o quote nella società incorporante o risultante dalla fusione*". Questi effetti si producono al momento della data di iscrizione dell'atto di fusione nel Registro delle imprese dell'incorporante o, per le

---

<sup>44</sup> R. Perotta, L. Bertoli, "Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione", Giuffrè Editore, Milano, 2015.

fusioni proprie, dalla data dell'ultima delle iscrizioni nel Registro delle imprese delle società fuse. Tuttavia, per le sole fusioni per incorporazione, può anche essere stabilita una data di efficacia "reale" successiva alla data dell'ultima iscrizione dell'atto. A tale eccezione si può fare ricorso, ad esempio, per ragioni pratiche quando la data dell'ultima delle iscrizioni è prossima alla chiusura dell'esercizio, stabilendo che l'efficacia reale è posticipata alle ore zero del primo giorno del successivo esercizio. È necessario che la postdatazione o posticipazione dell'effetto reale venga indicata già nel progetto di fusione. Al contrario, la dottrina e la giurisprudenza sono unanimi nel ritenere che l'effetto "reale" della fusione non possa essere anticipato o retrodatato, essendo la data fissata dalla legge.<sup>45</sup>

In altro modo vengono definiti gli *effetti obbligatori o interni*, che si esplicano solo tra le parti, e sono solitamente riconducibili a quanto definito nell'articolo 2501-ter, ai punti "(cinque), la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili e (sei), la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante". Per tali effetti si afferma la possibilità di stabilire date anteriori rispetto a quella di efficacia "reale". In queste affermazioni sancite dal principio OIC si rilevano i due istituti di cui prima citato, di seguito se ne approfondiscono gli aspetti generici, ma soprattutto si osserva in quale modo vanno a impattare sulla redazione dei bilanci.

La scelta tra retrodatazione e postdatazione determina quando le operazioni di fusione vengono registrate nei bilanci delle società coinvolte, influenzando il periodo contabile di competenza e dunque, influenzando la valutazione delle attività e delle passività, poiché i valori potrebbero variare nel tempo; non solo, ha anche implicazioni fiscali, soprattutto per quanto riguarda la retrodatazione fiscale, in quanto determina il periodo in cui le operazioni di fusione avranno effetti sui risultati fiscali delle società coinvolte.

---

<sup>45</sup> VV.AA. (2007). *OIC 4 - Fusione e scissione*. Tratto da Ragioneria.com; <https://www.ragioneria.com/it/elenco-oic/oic-4-fusione-scissione> [ultimo accesso: 13/08/2024].

Nello specifico la *retrodatazione* implica che gli effetti contabili della fusione vengano registrati come se la fusione fosse avvenuta ad una data precedente alla data effettiva dell'operazione. Questo può essere importante per presentare un bilancio consolidato che rifletta l'operatività unificata delle società fin dall'inizio dell'esercizio contabile; infatti, le operazioni economiche e finanziarie delle società coinvolte nella fusione, dal punto di vista degli aspetti contabili, sono contabilizzate come se fossero un'unica entità a partire dalla data retrodatata, dunque, gli utili e le perdite delle società partecipanti vengono aggregati fin dalla data di retrodatazione.

Le leggi nazionali impongono degli specifici obblighi in merito all'applicazione, cui seguono dei limiti temporali entro i quali è possibile applicare la retrodatazione. Ad esempio, in Italia, il Codice civile e la normativa fiscale specificano che la retrodatazione deve essere giustificata e approvata dai vari organi competenti, come i Consigli di amministrazione delle società coinvolte e, in alcuni casi, anche dalle assemblee degli azionisti. L'art. 2501-ter Cc stabilisce che il progetto di fusione deve indicare *“la data dalla quale le operazioni delle società partecipanti sono imputate al bilancio della società risultante dalla fusione o incorporante”*. Questa data, secondo le norme, non può essere anteriore all'inizio dell'esercizio in corso alla data del progetto di fusione.

La pratica della retrodatazione può comportare implicazioni fiscali di notevole rilevanza, motivo per cui è necessario prestare particolare attenzione a regolamentare e, in alcuni casi, a limitare l'utilizzo di tale strumento, al fine di prevenire potenziali abusi. Un esempio comune di queste limitazioni riguarda il riconoscimento delle perdite fiscali o dei crediti d'imposta, che potrebbero essere manipolati attraverso una retrodatazione non correttamente giustificata. L'articolo 172 del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (TUIR) disciplina specificamente le operazioni di fusione e scissione, stabilendo che le fusioni possono essere retrodatate fiscalmente fino all'inizio dell'esercizio in corso alla data di redazione del progetto di fusione. Tuttavia, questa retrodatazione fiscale deve necessariamente essere allineata alla retrodatazione contabile, garantendo così una coerenza tra le due dimensioni. Inoltre, è imperativo rispettare

rigorosamente le disposizioni relative alla continuità dei valori fiscali, per evitare la realizzazione di plusvalenze latenti, che potrebbero emergere qualora non venisse garantita la corretta valutazione e trasferimento dei valori contabili e fiscali nelle operazioni di fusione.”

Per quanto riguarda la *postdatazione*, questa implica che gli effetti contabili della fusione vengono registrati in una data successiva alla data effettiva della fusione. È una situazione meno comune rispetto alla retrodatazione in quanto può essere attuata in un numero inferiore di casi. Infatti, questo può essere utilizzato per allineare le registrazioni contabili con determinate esigenze aziendali o regolamentari e può essere applicata solamente ai casi di fusione per incorporazione, solitamente quanto la data è molto vicina alla fine dell'esercizio, anche per motivazioni di comodità.

Per quanto concerne gli aspetti contabili della postdatazione le operazioni economiche e finanziarie delle società coinvolte nella fusione sono contabilizzate come se fossero entità separate fino alla data postdatata. Gli utili e le perdite delle società partecipanti vengono aggregati solo a partire dalla data di postdatazione. La postdatazione implica che i bilanci delle singole società continueranno a essere redatti separatamente fino alla data effettiva della fusione. Anche per la postdatazione, è necessario rispettare i principi contabili e le regole di contabilizzazione e fornire una chiara documentazione delle scelte fatte. Gli effetti della fusione devono essere rilevati nei bilanci in modo chiaro, indicando la data di postdatazione e fornendo le informazioni aggiuntive necessarie. Le attività e le passività delle società coinvolte vengono valutate alla data effettiva della fusione, riflettendo i valori correnti a quella data. Anche per la postdatazione, le leggi nazionali possono stabilire limiti. Ad esempio, la data di fusione deve essere stabilita e comunicata in anticipo, e la postdatazione non può essere utilizzata per eludere obblighi legali o regolamentari. La mancata osservanza di questi principi può compromettere l'affidabilità e la trasparenza dei bilanci. Deve essere fornita un'adeguata informativa sui motivi della postdatazione e sugli effetti contabili nei bilanci delle società coinvolte. L'art. 2504-bis del Codice civile stabilisce che la fusione ha effetto solo dopo l'ultima iscrizione dell'atto di fusione nel registro

delle imprese, ma le parti possono prevedere che gli effetti giuridici si producano in una data successiva. La data di efficacia della fusione può essere posticipata, ma deve essere specificata nel progetto di fusione e approvata dagli organi societari competenti. L'OIC 4 conferma e consente la postdatazione, purché sia chiaramente indicata e giustificata nel progetto di fusione e nei bilanci delle società coinvolte.

Come per la retrodatazione, anche la postdatazione ha implicazioni fiscali ed è importante prestare particolare attenzione a regolamentare e, in alcuni casi, a limitare l'utilizzo di tale strumento, al fine di prevenire potenziali abusi. In particolare, le perdite fiscali e i crediti d'imposta devono essere trattati in conformità alle normative fiscali vigenti, e qualsiasi deviazione può comportare sanzioni. Infine, come per la retrodatazione, anche la postdatazione fiscale deve essere coerente con la postdatazione contabile.

Dopo aver rilevato cosa si intende per bilancio di chiusura e dopo aver approfondito la retrodatazione e la postdatazione è possibile comprenderne meglio l'utilità e il collegamento tra questi istituti e riassumerne le applicazioni. È possibile riscontrare diverse possibili situazioni:

- Caso di fusione per incorporazione con coincidenza tra la situazione reale degli effetti e situazione contabile, nessuna retrodatazione o postdatazione.

In questo caso, il bilancio di chiusura della società incorporata corrisponde alla situazione patrimoniale trasferita; dunque, viene presentato un bilancio di chiusura alla data dell'atto di fusione e un successivo bilancio di apertura alla data successiva in continuità di valori. Nello specifico, le società coinvolte nella fusione rilevano il risultato d'esercizio e, successivamente, trasferiscono gli elementi attivi e passivi alla società incorporante o alla nuova entità costituita. A seguire, i conti vengono chiusi e si procede al trasferimento delle attività e passività alla società incorporante, concludendo con la chiusura e la riapertura dei conti nella nuova entità o nella società incorporante. Infine, si procede all'integrazione del patrimonio netto della società incorporata nel bilancio della società incorporante, attraverso la voce 'Società B c/fusione'.

Tale voce si chiuderà o con l'annullamento della partecipazione nella società incorporata o con l'iscrizione dell'aumento di capitale sociale nella società incorporante, generando differenze da concambio in funzione delle specifiche condizioni dell'operazione.

- Caso di fusione per incorporazione dove non vi è coincidenza tra la situazione reale degli effetti e situazione contabile, applicazione della retrodatazione

In questa situazione, soprattutto nel caso della retrodatazione, il bilancio delle società incorporate o fuse viene chiuso alla data degli effetti contabili, anziché alla data dell'atto di fusione. Le operazioni che vengono attuate a seguito di tale momento vengono già registrate nella competenza della società risultante o incorporante, attuando la retrodatazione. Il trasferimento successivo termina con la situazione patrimoniale, rappresentante un inventario di consegna per la nuova società. A questo seguirà un bilancio di apertura il giorno successivo al trasferimento.<sup>46</sup>

Considerato il bilancio di chiusura e la possibile retrodatazione degli effetti contabili, diviene fondamentale esaminare il *bilancio di apertura*, che costituisce la base per valutare la situazione patrimoniale e finanziaria della nuova entità risultante dalla fusione. L'interpretazione che viene data al termine "bilancio di apertura" non è definita con certezza<sup>47</sup>, ma per prassi è il primo dei bilanci che la società incorporante o risultante dalla fusione redige dopo l'operazione e prima ancora della conclusione dell'esercizio nel quale essa ha avuto compimento in cui si rileva l'aggregazione dei patrimoni. Tale bilancio ha solo un'efficacia interna nelle incorporazioni, mentre ha anche una valenza esterna nelle fusioni proprie, in quanto corrisponde all'inventario iniziale dell'impresa, da iscrivere nel libro degli inventari ai sensi dell'art.

---

<sup>46</sup> L.A. Esposito, "Le registrazioni contabili delle operazioni di fusione" da *InformazioneFiscale*, 20 febbraio 2023, <https://www.informazionefiscale.it/> [ultimo accesso: 09/08/2024].

<sup>47</sup> VV.AA. (2007). *OIC 4 - Fusione e scissione*. Tratto da *Ragioneria.com*; <https://www.ragioneria.com/it/elenco-oic/oic-4-fusione-scissione> [ultimo accesso: 13/08/2024].

2217, comma 1, del Codice civile. C'è un solo caso in cui la norma viene interpretata in modo differente, è il caso in cui in una incorporazione, la data di effetto della fusione venisse postdatata fino a coincidere con la data di inizio dell'esercizio successivo, in tal senso il bilancio cui si fa riferimento ai sensi del comma 2, secondo periodo, dell'art. 2504 bis Cc non è quello di apertura, ma è il primo bilancio di esercizio successivo alla fusione, il quale corrisponde effettivamente al bilancio di apertura.

L'articolo 2504-bis sancisce quanto di seguito:

*“La società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione.”*

Il primo comma sancisce il principio di continuità dei valori che deve essere applicato al momento della prima rilevazione iniziale degli elementi oggetto di trasferimento dall'incorporata nei conti dell'incorporante; questi devono essere rilevati ai medesimi valori cui risultano iscritti nei conti della società incorporata o fusa al momento dell'effetto dell'operazione. In tale primo momento non sono permesse rettifiche di valore e iscrizione di elementi che non fossero già precedentemente iscritti nei conti dell'incorporata. L'unica eccezione sono eventuali rettifiche ed eliminazioni di consolidamento.

Nei due successivi commi si tratta della postdatazione e della retrodatazione di cui si è già effettuata un'analisi nelle sezioni precedenti.

*“La fusione ha effetto quando è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504. Nella fusione mediante incorporazione può tuttavia essere stabilita una data successiva.*

*Per gli effetti ai quali si riferisce il primo comma dell'articolo 2501 ter, numeri 5) e 6), possono essere stabilite date anche anteriori.”*

Assume rilevanza il quarto comma, riportato successivamente, nel quale si introducono i concetti di avanzo e disavanzo, ossia degli scostamenti di valore che possono sorgere al momento della contabilizzazione di valori all'atto della fusione, in virtù del cambiamento stesso.

*“Nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima; se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal numero 6 dell'articolo 2426, ad avviamento: [...] Se dalla fusione emerge un avanzo, esso è iscritto ad apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri.”*

Gli scostamenti di valore vengono anche definiti *differenze* e possono essere di due tipologie a seconda del rapporto che sussiste tra le due parti:

- *Differenze da concambio*: sorgono dallo scostamento di valore tra l'incremento del capitale sociale deliberato dalla società incorporante o di nuova costituzione, che, come visto, precedentemente è destinato ai soci mediante il calcolo del rapporto di concambio, e il valore della quota di patrimonio netto contabile recepito dall'incorporante in riferimento all'incorporata. Nello specifico<sup>48</sup>:
  - Se il valore del capitale sociale è maggiore del valore contabile del patrimonio netto si ha un *disavanzo da concambio*;
  - Se il valore del capitale sociale è minore del valore contabile del patrimonio netto si ha un *avanzo da concambio*.

Tali differenze possono sorgere solo nel caso in cui non vi sia alcun rapporto partecipativo tra le parti e quindi queste operino indipendentemente l'una dall'altra fino al momento dell'attuazione della fusione.

- *Differenze da annullamento*: rappresentano lo scostamento tra il valore contabile della partecipazione dell'incorporata iscritto nel bilancio

---

<sup>48</sup> M.L. Calini & I. De Michele, Slide di presentazione “*Fusione e scissione: differenze di fusione e scissione*”, ODCEC Milano, 18 dicembre 2019.

dell'incorporante e la quota di patrimonio netto contabile della società incorporata. Nello specifico<sup>49</sup>:

- Se il valore della partecipazione è maggiore della quota di patrimonio netto contabile si ha un *disavanzo da annullamento*;
- Se il valore della partecipazione è minore della quota di patrimonio netto contabile si ha un *avanzo da annullamento*.

La situazione appena descritta può presentarsi, come è logico, solamente nel caso di fusioni per incorporazione dove l'incorporante possiede al momento dell'atto di fusione delle partecipazioni nella società che viene incorporata e dunque solo se vi è un determinato rapporto societario tra le due parti.

Nell'articolo si tratta, poi, della contabilizzazione degli avanzi e dei disavanzi, un processo cruciale che determina come tali scostamenti di valore vengono registrati nel bilancio della nuova entità risultante; questa fase è fondamentale per garantire la continuità delle informazioni finanziarie e la corretta rappresentazione della situazione patrimoniale della nuova società.

Il *disavanzo di annullamento* dovrà essere imputato *ad avviamento*<sup>50</sup>, se la differenza positiva tra l'importo della partecipazione iscritta nel bilancio dell'incorporante e il patrimonio netto contabile dell'incorporata, è attribuibile al maggior valore economico pagato a suo tempo dall'incorporante per fattori diversi da quelli attribuibili ad un plusvalore latente dei beni costituenti il patrimonio netto dell'incorporata; *agli elementi dell'attivo patrimoniale ricevuti dall'incorporata*, se la differenza è relativa a plusvalori latenti pagati in sede d'acquisto della partecipazione da parte della società incorporante, e relativi alle differenze esistenti tra i valori di mercato dei beni dell'incorporata e il loro valore contabile esposto in bilancio; *come componente negativo iscritto a conto economico*, se la differenza pagata rispetto alla consistenza contabile del patrimonio netto dell'incorporata non trova giustificazione

---

<sup>49</sup> Ibidem

<sup>50</sup> S. Controneo, Slide di presentazione "*La contabilizzazione delle operazioni straordinarie nelle operazioni di fusione nelle diverse società interessate*", ODCEC Roma, 30 ottobre 2013.

economica nell' avviamento, o nel plusvalore latente dei beni ricevuti, bensì solo in un cattivo affare concluso in sede di acquisto della partecipazione da parte dell'incorporante.

*L'avanzo da annullamento*<sup>51</sup> dovrà essere imputato: se è riconducibile al valore attuale di oneri e/o perdite future, o ad avviamento negativo per insufficiente redditività, sarà iscritto ad un *fondo denominato "fondo rischi per oneri e perdite da fusione"*, che verrà utilizzato negli esercizi successivi, al verificarsi delle perdite e degli oneri; invece, se l'avanzo ha natura di utile, o corrisponde a rivalutazione di beni della partecipata, sarà iscritto in *bilancio con la denominazione "Riserva avanzo di fusione"*.

Per quanto riguarda le differenze da concambio anch'esse portano con sé delle particolarità. La norma afferma che, per quanto concerne l'eventuale *disavanzo da concambio*, questo deve essere imputato agli elementi dell'attivo e del passivo della società risultante dalla fusione e per differenza, se ricorrono i requisiti previsti dall'art. 2426 C.c., ad avviamento o a conto economico. In particolare, quando il disavanzo riflette l'emersione di plusvalori latenti della società incorporata, viene registrato nell'attivo dello stato patrimoniale dell'incorporante, aumentando il valore contabile dei singoli elementi patrimoniali dell'incorporata e, per la parte restante, come avviamento. Invece, se il disavanzo non ha un preciso significato economico, quest'ultimo deve essere eliminato riducendo il patrimonio netto post-fusione, compensandolo con voci disponibili del patrimonio netto o iscrivendolo come disavanzo nel patrimonio netto, con segno negativo. Invece, per quanto concerne l'eventuale *avanzo da concambio* la norma afferma che deve essere iscritto in un'apposita riserva o in un fondo rischi se rappresenta il valore attuale di oneri o perdite futuri o un badwill.<sup>52</sup>

Infine, l'articolo all'ultimo comma sancisce la responsabilità dei soci:

---

<sup>51</sup> Ibidem

<sup>52</sup> M.L. Calini & I. De Michele, Slide di presentazione "*Fusione e scissione: differenze di fusione e scissione*", ODCEC Milano, 18 dicembre 2019.

*“La fusione attuata mediante costituzione di una nuova società di capitali ovvero mediante incorporazione in una società di capitali non libera i soci a responsabilità illimitata dalla responsabilità per le obbligazioni delle rispettive società partecipanti alla fusione anteriori all'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504, se non risulta che i creditori hanno dato il loro consenso.”*

In questo comma si afferma che, anche dopo la fusione, i soci a responsabilità illimitata rimangono personalmente responsabili per i debiti contratti dalle loro società fino al momento in cui la fusione diventa giuridicamente efficace, ossia fino a quando non si è perfezionata l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504 del Codice civile. Questa responsabilità può essere estinta solo se i creditori delle società originarie danno esplicitamente il loro consenso a liberare i soci da tale obbligo. Questa norma ha lo scopo di tutelare i creditori, garantendo che le loro pretese rimangano coperte anche in caso di riorganizzazioni societarie complesse, come le fusioni. In questo modo, i creditori possono mantenere un diritto di azione nei confronti dei soci a responsabilità illimitata fino a quando non decidano volontariamente di rinunciare a tale garanzia.

## **2.6 Aspetti fiscali e tributari**

La fusione, dal punto di vista del regime tributario, si caratterizza per essere definita quale operazione *fiscalmente neutra*, sia nei confronti delle società coinvolte che dei soci.

Il carattere interpretativo di tale disposizione non è dubbio, ma la neutralità dell'operazione viene giustificata in base a due orientamenti contrapposti, di cui si è già trattato in apertura. Una prima visione, che risulta essere quella maggiormente condivisa e che ne conferma la neutralità, afferma che la fusione non determina la creazione di un nuovo soggetto giuridico, con la contestuale estinzione delle parti originarie, ma rappresenta una modificazione degli atti costitutivi dei soggetti. Dunque, non si assiste alla formazione di un nuovo contratto di società, ma all'unificazione di uno o più contratti e,

correlativamente, non si trasferisce la qualità di socio, ma ciascun socio conserva la qualità di parte del contratto e della organizzazione così unificata. Secondo questo orientamento, quindi, la fusione non comporta per definizione alcun trasferimento di beni e, pertanto, nessun evento fiscalmente rilevante.

Il secondo orientamento, ormai superato, afferma che, con l'operazione di fusione, si estinguono le società incorporate o fuse, cui segue la successione in tutti i rapporti sostanziali e processuali; in tal caso la neutralità sembrerebbe essere meno giustificata. In entrambe le prospettive vengono sancite le nozioni di "sopravvivenza" e "continuità" degli organismi societari e dei patrimoni aziendali coinvolti, che hanno trovato espressione proprio nella neutralità fiscale dell'operazione, ossia nell'irrelevanza tributaria delle modificazioni soggettive indotte dall'operazione in esame, confermandone la validità.<sup>53</sup> Il primo orientamento viene validato anche dalla precedente relazione ministeriale dell'articolo 123 Tuir, già trattante della neutralità fiscale, affermando che *"la fusione consiste in una operazione di ristrutturazione estranea alla gestione dell'impresa, che attiene al momento organizzativo e non a quello di produzione del reddito"*, confermando quanto detto in precedenza.

L'articolo cardine attraverso il quale viene sancita tale prescrizione è l'articolo 172 Tuir (Testo Unico Imposte e Redditi. D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917) nel quale si afferma:

*«La fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento».*

Dal testo dell'articolo si evince che l'operazione di fusione non dà luogo né a reddito imponibile né a perdita deducibile, in conseguenza di questo se al momento della fusione i beni delle società coinvolte presentano plusvalenze o minusvalenze latenti, queste non vengono realizzate con la fusione, ma rimangono sospese ai fini fiscali fino a quando non si verificherà un evento che

---

<sup>53</sup>L. De Rosa & A. Russo, *"Manuale le operazioni straordinarie 2023: tecniche e prassi della discontinuità aziendale e familiare"*, IlSole24Ore, 3 luglio 2023.

comporti la loro effettiva realizzazione. In tal senso, la neutralità fiscale assicura che i beni delle società fuse o incorporate vengano trasferiti alla società risultante o incorporante mantenendo il loro valore fiscale originario, attraverso il meccanismo di continuità dei valori fiscali, che impedisce l'emersione di plusvalenze o minusvalenze fiscali solo a causa della fusione.

L'articolo 172 TUIR prosegue nel secondo comma affermando:

*«Nella determinazione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante non si tiene conto dell'avanzo o disavanzo iscritto in bilancio per effetto del rapporto di cambio delle azioni o quote o dell'annullamento delle azioni o quote di alcuna delle società fuse possedute da altre. I maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo derivante dall'annullamento o dal concambio di una partecipazione, con riferimento ad elementi patrimoniali della società incorporata o fusa, non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della società risultante dalla fusione. Tuttavia, i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti.»*

Si evidenzia un aspetto cruciale legato a questa disciplina, che è il trattamento degli avanzi e disavanzi di fusione, questi, come prima affermato, si manifestano quando vi è una discrepanza tra i valori contabili e quelli fiscali delle partecipazioni annullate o dei beni trasferiti. Tali differenze, sebbene registrate a livello contabile, non producono effetti fiscali immediati. In particolare, l'avanzo di fusione, che rappresenta un'eccedenza patrimoniale, e il disavanzo, che indica una mancanza, non costituiscono presupposto per la tassazione né per la deduzione fiscale in quanto queste differenze non devono essere considerate nella determinazione del reddito imponibile della società incorporante o risultante dalla fusione, preservando così la neutralità dell'operazione.

Tale neutralità si intreccia con il regime della *participation exemption* previsto dall'articolo 87 del TUIR, il quale esclude dalla tassazione le plusvalenze

derivanti dalla cessione di partecipazioni qualificate. Questo regime è pensato per evitare la doppia imposizione, poiché la società partecipata ha già subito tassazione sui propri utili. La coerenza tra i due regimi è evidente: mentre la *participation exemption* limita la tassazione delle plusvalenze e la deducibilità delle minusvalenze sulle partecipazioni, la neutralità fiscale garantisce che avanzi e disavanzi di fusione non alterino ingiustamente la base imponibile della società risultante. La recente riforma tributaria, estendendo la non deducibilità delle minusvalenze sulle partecipazioni qualificate, ha ulteriormente allineato il trattamento fiscale delle partecipazioni e delle fusioni, riducendo asimmetrie e incoerenze precedentemente riscontrate.

Dunque, la normativa fiscale italiana, attraverso l'interazione tra il principio di neutralità fiscale, la continuità dei valori e il regime della *participation exemption*, crea un quadro armonico che regola le operazioni di fusione in modo da preservare l'equità fiscale e garantire che tali operazioni di riorganizzazione non si traducano in inappropriati vantaggi o svantaggi fiscali per le società coinvolte.

In ultimo si analizza la neutralità fiscale per i soci delle società partecipanti che viene sancita nel terzo comma dell'articolo 172 Tuir:

*«Il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporata o fusa, fatta salva l'applicazione, in caso di conguaglio, dell'articolo 47, comma 7 e, ricorrendone le condizioni, degli articoli 58 e 87»*

Tale previsione recepisce un orientamento consolidato e condiviso sia in dottrina sia in giurisprudenza, in base al quale, posto che lo scambio di partecipazioni conseguente al concambio non è riconducibile ad un disinvestimento né è frutto di un nesso tra la partecipazione plusvalente ed un corrispettivo in denaro tipico delle operazioni di cessione, esso deve essere ricondotto al fenomeno di sostituzione della partecipazione conseguente alla modifica del contratto sociale indotto dalla fusione. Pertanto, le partecipazioni nella società incorporante o risultante dalla fusione ottenute dai soci delle società incorporate o fuse costituiscono una diversa rappresentazione formale

del pregresso investimento.<sup>54</sup> Del resto, condividendo quanto affermato nel testo di R. Perotta & L. Bertoli, sarebbe risultato incongruente prevedere l'assegnazione di nuove partecipazioni in sostituzione di quelle originarie, come base imponibile per i destinatari, questo in quanto il quadro normativo tende a favorirne la neutralità e la continuità dei valori. Inoltre, la neutralità dell'operazione per i soci risulta essere in linea con l'interpretazione maggioritaria dell'operazione quale una modifica dello statuto o dell'atto costitutivo.

### **2.7 Differenze in merito alla fusione tra OIC e IFRS/IAS**

La normativa italiana prevede l'obbligo per le società quotate di redazione del bilancio adottando i principi contabili internazionali IAS/IFRS. In particolare, l'art. 2 del d.lgs. 38/2005 definisce un elenco specifico di soggetti che sono tenuti ad applicare i principi contabili internazionali, tra questi vi sono le società quotate. Differentemente, i soggetti non quotati in mercati regolamentati, di cui all'art. 2 del d.lgs. 38/2005, hanno la facoltà e non più l'obbligo, di applicare i principi contabili internazionali.

Negli ultimi anni si è osservato un progressivo avvicinamento tra i principi contabili nazionali OIC e quelli internazionali IAS/IFRS, tale cambiamento è stato favorito dal fenomeno della globalizzazione economica e dall'integrazione dei mercati finanziari. In particolare, questo processo risponde all'esigenza di migliorare la trasparenza e la comparabilità delle informazioni finanziarie a livello globale, facilitando l'accesso delle imprese ai mercati internazionali e aumentando la fiducia degli investitori. Inoltre, la pressione normativa, soprattutto in ambito europeo, ha incentivato un allineamento degli standard contabili nazionali, promuovendo una rappresentazione più accurata e universale della realtà economica. Nonostante ciò, persistono ancora rilevanti differenze tra i due sistemi contabili e ne sono un esempio significativo le

---

<sup>54</sup> L. De Rosa & A. Russo, “Manuale le operazioni straordinarie 2023: tecniche e prassi della discontinuità aziendale e familiare”, *IlSole24Ore*, 3 luglio 2023.

norme per la contabilizzazione delle operazioni straordinarie: mentre gli OIC adottano un orientamento più conservativo, incentrato sulla continuità contabile, gli IAS/IFRS privilegiano un approccio volto a riflettere i valori effettivi della transazione.<sup>55</sup>

Tali orientamenti si riflettono per le norme che riguardano la fattispecie della fusione; nel caso dei principi contabili nazionali tale operazione viene descritta nell'OIC 4 nel quale si afferma, come già visto in precedenza, che “*le operazioni che riguardano i soggetti titolari dei compensi aziendali (come le fusioni) sono rilevate in continuità dei valori contabili*”. Diversamente la rappresentazione di tale operazione nel bilancio redatto secondo i principi IAS/IFRS va oltre al mero contenuto giuridico delle operazioni di riorganizzazione e sancisce una diversa classificazione di queste, suddividendole tra:

- *Business combination*, definite quali operazioni di aggregazione al fine di acquisire il controllo di un'altra impresa, azienda o attività, tra le quali non intercorre alcun rapporto partecipativo. La contabilizzazione in questo caso prevede la rilevazione al *fair value* tutti i plusvalori<sup>56</sup>;
- *Under common control*, ossia operazioni che coinvolgono aziende che si trovano già sotto il controllo dello stesso soggetto economico, che hanno natura meramente riorganizzativa e prevedono che la fusione si attui in continuità di valori contabili<sup>57</sup>.

La scelta di applicare solo al caso delle *business combination*, ossia a quelle operazioni che realizzano nella sostanza un'acquisizione di un'impresa o di un complesso aziendale, la regola sancita nell'IFRS 3, riflette la coerenza tra la sostanza economica e i profili giuridico-formali di tali istituti, in particolare dal

---

<sup>55</sup> G. Carucci & B. Zanardi, “*Fusioni e scissioni, le differenze contabili tra Oic e Ias/Ifrs*”; Norme&tributi+Fisco (ilsole24ore), 30 luglio 2018; [ultimo accesso:16/08/2024].

<sup>56</sup> M. Tricarico, “*Fusioni nei soggetti Ias adopter, neutralità e retrodatazione*” da FiscoOggi (AE), 26 aprile 2024; <https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/fusioni-nei-soggetti-ias-adopter-neutralita-e-retrodatazione>; [ultimo accesso:16/08/2024].

<sup>57</sup> IBIDEM

momento che l'oggetto dell'effettiva acquisizione del controllo è il business della società incorporata, il cui patrimonio peraltro è anche sotto il profilo formale oggetto di acquisizione da parte della società incorporante.<sup>58</sup> L'incorporante, in funzione di questo, deve adottare nella redazione del proprio bilancio d'esercizio l'*acquisition method*. Tale modalità comporta che, una volta individuato l'acquirente, il costo dell'acquisizione è commisurato al fair value delle attività e delle passività assunte e degli strumenti rappresentativi del capitale emessi dall'acquirente.<sup>59</sup>

Per quanto riguarda le fusioni *under common control*, ossia operazioni tra società sottoposte a controllo comune, emergono delle difficoltà in sede di redazione dei bilanci. Considerata la particolarità di queste operazioni e l'assenza di disposizioni specifiche negli IFRS, la scelta del principio contabile più adeguato deve essere guidata dai criteri generali dello IAS 8, che regola la "*rilevazione dei cambiamenti di principi contabili*", tale documento prevede che in mancanza di un principio IFRS specifico, la direzione aziendale debba esercitare il proprio giudizio per sviluppare un principio contabile che sia rilevante e affidabile, garantendo che il bilancio rappresenti fedelmente la situazione patrimoniale-finanziaria, i risultati economici e i flussi finanziari, riflettendo la sostanza economica delle operazioni, piuttosto che la loro forma legale. Inoltre, il bilancio deve essere neutrale, prudente e completo sotto ogni aspetto rilevante. La direzione aziendale deve fare riferimento a fonti gerarchicamente ordinate, partendo dalle disposizioni IFRS, poi è possibile considerare norme più recenti emanate da altri organismi contabili con un quadro simile, nonché prassi consolidate, purché non confliggano con le fonti principali.<sup>60</sup>

---

<sup>58</sup> R. Perotta, L. Bertoli, "*Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*", Giuffrè Editore, Milano, 2015.

<sup>59</sup> M. Tricarico, "*Fusioni nei soggetti Ias adopter, neutralità e retrodatazione*" da FiscoOggi (AE), 26 aprile 2024; <https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/fusioni-nei-soggetti-ias-adopter-neutralita-e-retrodatazione>; [ultimo accesso:16/08/2024].

<sup>60</sup> Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale, "*Orientamenti preliminari in tema di IFRS: Trattamento contabile delle fusioni nel bilancio d'esercizio*" OPI n.2, tratto da Assirevi; <https://www.assirevi.com/documenti/> [ultimo accesso:16/08/2024].

Entrambi i casi analizzati, così come le contabilizzazioni delle fusioni redatte secondo i principi OIC, sono delle operazioni fiscalmente neutrali. In tal senso nonostante le operazioni del tipo Business Combination vengano contabilizzate come aventi natura realizzativa, i valori fiscali dell'attivo e del passivo dell'incorporata iscritti nel bilancio dell'incorporante rimangono immutati, così come sancito dall'articolo 172 del Tuir.

La retrodatazione in questi casi non risulta essere ammissibile, come si evince dall'IFRS in merito all'*acquisition method*, diversamente da quanto previsto nell'articolo 2504-*bis* del Cc, in cui si prevede ammissibile la retrodatazione degli effetti contabili. Per quanto attiene alla retrodatazione fiscale delle operazioni di fusione, l'articolo 172, comma 9 del Tuir acconsente a che l'atto di fusione possa stabilire che gli effetti fiscali della fusione decorrano da una data precedente, con delle limitazioni sancite dall'articolo. Dunque, risulta uno scostamento tra l'impostazione dell'articolo 172 e quella prevista dall'IFRS 3, che dovrebbe essere colmata. A tal proposito, in occasione di alcuni casi pratici l'Agenzia delle entrate ha confermato che la retrodatazione degli effetti fiscali è consentita solo nel caso di fusioni *under common control* e non per le fusioni *business combination*, cui si applica l'*acquisition method* secondo l'IFRS 3.<sup>61</sup>

---

<sup>61</sup> Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale, "*Orientamenti preliminari in tema di IFRS: Trattamento contabile delle "business combinations under common control" nel bilancio d'esercizio e nel bilancio consolidato*" OPI n.1, tratto da Assirevi; <https://www.assirevi.com/documenti/> [ultimo accesso:16/08/2024].

## **Capitolo 3: Analisi empirica delle performance pre-fusione e post-fusione**

Nel presente capitolo si sviluppa un'analisi empirica delle performance economiche, finanziarie e operative di un campione di imprese che nel 2023 ha realizzato delle operazioni di fusione per incorporazione. L'obiettivo principale che si persegue è analizzare e valutare l'impatto di tali operazioni sull'efficienza operativa delle imprese, analizzando la capacità di solvibilità, la sostenibilità economica e la redditività delle aziende coinvolte. Attraverso tale analisi si intende comprendere come e se le fusioni abbiano modificato gli equilibri delle imprese, considerando l'efficacia di tale strumento nel contesto di trasformazioni aziendali.

### **3.1 Presentazione del campione di imprese e obiettivi della ricerca**

Il campione oggetto dell'analisi è costituito da ventiquattro imprese quotate su mercati italiani, principalmente su Borsa Italiana, su Euronext STAR Milan e su Euronext Growth Milan, che hanno intrapreso operazioni societarie di fusione per incorporazione nell'anno 2023. La selezione di questo campione è stata condotta avvalendosi della piattaforma Bloomberg<sup>62</sup>, uno strumento di analisi finanziaria che, attraverso l'inserimento di specifici parametri di ricerca, consente di individuare con precisione la tipologia di operazione societaria oggetto di analisi, il periodo temporale di riferimento, l'ambito territoriale pertinente e tutte le ulteriori informazioni indispensabili per definire un campione significativo e coerente con gli obiettivi della ricerca. Attraverso tale piattaforma, in un momento successivo, sono stati reperiti i valori dei principali indici di bilancio, i quali sono stati integrati e confrontati con le informazioni rintracciabili dai bilanci delle imprese, accessibili direttamente dai siti ufficiali delle stesse, in conformità con gli obblighi di trasparenza imposti alle società

---

<sup>62</sup> Bloomberg, (n.d.). *Modello personalizzato di confronto tra imprese*, Bloomberg Terminal presso Biblioteca di Economia, Università degli studi di Pavia [Ultimo accesso: 1 agosto 2024].

quotate. Questo processo ha permesso di analizzare i principali indici di bilancio, con l'intento di effettuare un confronto dettagliato tra le performance pre-fusione, riferite all'anno 2022, e quelle post-fusione, riferite all'anno 2023, fornendo così un quadro comparativo utile per l'analisi dei primi impatti che le operazioni di fusione hanno avuto sul profilo delle imprese coinvolte.

La ricerca intende verificare alcune ipotesi sviluppate prima dell'analisi. Si prevede che gli indici di bilancio, data l'eterogeneità delle imprese coinvolte, possano mostrare andamenti differenti. Tuttavia, nel complesso, ci si aspetta un miglioramento generale, in particolare per gli indici che riflettono le sinergie tra le imprese. Al contrario, potrebbe verificarsi un peggioramento di altri indici, che potrebbero risentire negativamente di tali processi. Inoltre, è ragionevole attendersi che l'analisi di bilancio confermi la sua utilità nei casi di fusione per incorporazione al fine di comprenderne l'efficacia, seppure si renda necessario considerare che i risultati più significativi potrebbero emergere solo su un orizzonte temporale di lungo termine, data la necessità di tempo affinché gli effetti della fusione si manifestino pienamente.

Di seguito, nella tabella, una presentazione del campione selezionato con l'aggiunta di alcune informazioni di classificazione.

Tabella 2 “Informazioni sul campione di imprese”

Macro-settore	Nome impresa	Ticker	Attività specifiche di settore	Fatturato	Capitalizzazione
1. Tecnologia, IT e Telecomunicazioni	ALMAWAVE SPA	AIW	Software, Data & Artificial Intelligence	14,91 Mln	132.12 Mln
	SOLID WORLD GROUP SPA	S3D	Industria 4.0, stampa 3D e modellazione	15,3 Mln	39,07 Mln
	WIIT SPA	WIIT	Cloud computing e data center	33,92 Mln	636,07 Mln
	PLANETEL SPA	PLN	Telecomunicazioni e connettività internet	9,01 Mln	33,98 Mln
	ESPRINET SPA	PRT	Distribuzione di prodotti elettronici e IT	1,24 Mrd	248,26 Mln
2. Energia e Risorse Naturali	ENI SPA	ENI	Petrolio, gas naturale, prodotti chimici	93,72 Mrd	48,65 Mrd
	SNAM SPA	SRG	Trasporto e stoccaggio di gas naturale	3,52 Mrl	14,79 Mrd
	RENOVALO SPA	RNV	Energia rinnovabile	123,8 Mln	33,38 Mln
	HERA SPA	HER	Multiutility (Servizi ambientali, energia, acqua)	20,08 Mrl	5,06 Mrd
3. Sanità, Biotecnologie e Prodotti Parafarmaceutici	AMPLIFON SPA	AMP	Apparecchi acustici e servizi sanitari	615,02 Mln	6,60 Mrd
	ULISSE BIOMED SPA	UBM	Diagnostica e tecnologie biomediche	0,27Mln	21,81 Mln
	TALEA GROUP SPA	TALEA	Prodotti parafarmaceutici e cosmetici	29,28 Mln	50,66 Mln
4. Lusso	FERRETTI SPA	YACHT.MI	Yacht di lusso	300,48 Mln	937,21 Mln
	ITALIAN SEA GROUP SPA	TISG	Yacht di lusso	99,24 Mln	481,77 Mln
	GISMONDI 1754 SPA	GIS	Gioielleria di alta gamma	3,24 Mln	15,09 Mln
5. Media, Comunicazione e Turismo	GIGLIO GROUP SPA	GG	E-commerce e distribuzione media	-1,38 Mln	21,16 Mln
	NVP SPA	NVP	Produzione e trasmissione televisiva	8,16 Mln	23,40 Mln
	DESTINATION ITALIA SPA	DIT	Servizi turistici e Destination Management Company	19,47 Mln	13,72 Mln
6. Ingegneria, Manifatturiero e Servizi	B&C SPEAKERS SPA	BEC	Altoparlanti professionali	22,77 Mln	168,85 Mln
	INTERPUMP GROUP SPA	IP	Pompe ad alta pressione e sistemi idraulici	519,6 Mln	4,37 Mrl
	TECHNICAL PUBLICATIONS SERVICE SPA	TPS	Servizi editoriali tecnici e di ingegneria	21,8 Mln	47,19 Mln
	INTEGRATED SYSTEM CREDIT SPA	ISC	Credit management e recupero crediti	2,7 Mln	39,81 Mln
	RISANAMENTO SPA	RN	Sviluppo immobiliare e rigenerazione urbana	8,86 Mln	45,92 Mln
7. Beni di Consumo	UNIEURO SPA	UNIR	Vendita al dettaglio di elettronica di consumo	533,88 Mln	237,62 Mln

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

All'interno di tale campione si osservano differenti macro-settori di

appartenenza; tale scelta è stata effettuata in quanto si è preferito definire un campione che avesse effettuato l'operazione nel medesimo anno, cosicché l'andamento del mercato macro-economico e gli sconvolgimenti che impattano di anno in anno fossero minimizzati. Questo ha portato ad una riduzione del numero di imprese, che si può ritenere rappresentativa, in quanto riflette i dati riferiti agli andamenti evidenziati nel *paragrafo 2.1*.

Prima dell'analisi effettiva si ritiene opportuno evidenziare alcune considerazioni sui dati: occorre sottolineare che il campione di dati potrebbe presentare anomalie, elemento che rischia di compromettere la rappresentatività rispetto al fenomeno delle fusioni nel suo complesso. Inoltre, questo rischio potrebbe derivare dal fatto che alcuni dati potrebbero essere stati influenzati da variabili esterne, come eventi macroeconomici, che non sono direttamente correlati all'operazione di fusione stessa. Tali fattori potrebbero anche influenzare la capacità di isolare gli effetti specifici della fusione. Pertanto, è necessario interpretare i risultati ottenuti con cautela, tenendo presente che essi possono riflettere non solo le dinamiche delle fusioni, ma anche l'impatto di altri elementi esogeni o anomalie nella raccolta dei dati.

### **3.2 Analisi degli indici**

L'analisi di bilancio rappresenta uno strumento fondamentale per valutare l'andamento delle strategie messe in atto, andando a verificare le performance delle imprese. Attraverso l'esame dei principali indicatori sintetici è possibile effettuare un confronto tra bilanci di anni differenti e imprese differenti. Il fine è quello di ottenere una visione approfondita della capacità dell'azienda di generare redditività, mantenere un adeguato livello di solvibilità e gestire in modo efficiente le risorse disponibili, ottenendo una panoramica completa dell'impresa.<sup>63</sup> In questo contesto, l'analisi viene personalizzata con la scelta di alcuni indici che possono risultare particolarmente utile per comprendere gli

---

<sup>63</sup> A. Di Muro, "Indici di bilancio: definizione, calcolo, formule", Agicap, Milano, 19 dicembre 2022. Tratto da <https://agicap.com/it/articolo/indici-di-bilancio/> [ultimo accesso: 04/09/2024]

effetti delle operazioni di fusione sull'equilibrio economico-finanziario delle imprese coinvolte.

L'analisi in oggetto attiene alcune tipologie di indici specifici che verranno commentati suddividendoli per classi, di seguito un elenco riassuntivo:

- *valutazione d'azienda*: utilizzando i valori di Enterprise Value (EV), EBITDA (*Earning Before Interest Tax Depreciation Amortization*) e il rapporto tra questi due valori, EV/EBITDA;
- *analisi della liquidità (solvibilità)*, attraverso l'osservazione del Quick Test Ratio (QTR) e del Current Test Ratio (CTR);
- *analisi della solidità (solvibilità)* attraverso il valore del rapporto D/E;
- *analisi della redditività*, con l'osservazione dei principali indici di bilancio: Return on Equity (ROE), Return on Investment (ROI) e Return on Asset (ROA);
- *analisi predittive* con il modello di Altman e il valore Z-score.

La prima analisi riguarda la *valutazione d'azienda*, questa viene effettuata considerando l'Enterprise Value (EV) e l'EBITDA, e successivamente il rapporto EV/EBITDA.

L'Enterprise Value (EV), in italiano valore d'impresa, è una misura utilizzata per valutare il valore complessivo di un'azienda. È un parametro completo che considera l'intera struttura finanziaria dell'azienda comprensiva della capitalizzazione e dell'indebitamento netto. Tale valore risulta essere utile nelle valutazioni di aziende quotate, poiché consente la comparazione tra imprese di diverse dimensioni e settori. Questo valore si calcola nel seguente modo:

$$EV = \text{capitalizzazione di borsa} + \text{indebitamento finanziario netto}^{64}$$

Dove l'indebitamento finanziario netto è calcolato come la differenza tra l'indebitamento finanziario totale, che include tutte le forme di debito a breve e

---

<sup>64</sup> Borsa Italiana. (s.d.), “*Enterprise value*”, Glossario finanziario, Borsa Italiana. Tratto da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/enterprise-value.html> [ultimo accesso: 04/09/2024]

lungo termine, e la liquidità disponibile. Quest'ultimo valore, si rende ancora più esplicativo se confrontato con dimensioni economiche, come l'*EBITDA*, che viene tradotto in italiano come Margine Operativo Lordo o Risultato Operativo Lordo. Questo valore rappresenta l'utile prima degli interessi, delle tasse, del deprezzamento e degli ammortamenti, ed è utilizzato per valutare la redditività operativa di un'azienda escludendo le voci non operative.

Il rapporto *EV/EBITDA* è un multiplo ampiamente utilizzato per la valutazione poiché consente di confrontare il valore complessivo di un'impresa, inclusivo del debito, con i suoi utili operativi prima delle spese non monetarie. Questo multiplo, sebbene vari da settore a settore, può essere interpretato in due modi: un valore basso potrebbe indicare che l'azienda è sottovalutata, mentre un valore alto potrebbe suggerire che l'azienda è sopravvalutata. Non esiste un intervallo di riferimento generalizzato in quanto il settore di appartenenza ne influenza l'andamento, ma generalmente un valore tra undici e quattordici è ottimale. Tale intervallo può essere considerato accettabile anche per valori tra cinque e quindici, in virtù del fatto che il multiplo tende ad essere inferiore per settori maggiormente stabili, mentre nel caso di settori ad alta crescita può presentare multipli più elevati.

Nel caso in esame si osservano innanzitutto i valori dell'Enterprise value. La maggior parte delle imprese, nello specifico quindici, riscontrano un miglioramento del valore nel 2023 rispetto al 2022, mentre le restanti rilevano un peggioramento; ciò che in realtà risulta essere più significativo sono alcuni casi particolari in cui lo scostamento in positivo o in negativo risulta essere di valore elevato, rispetto alla maggior parte dei cambiamenti che sono solo minimi e rappresentano il normale flusso dei cambiamenti annuali. Tra questi casi particolari si osservano "S3D", "UBM", "TALEA", "DIT" per le quali si riscontra un aumento del valore di significativo valore; al contrario, "PRT", "RNV", "GG" e "RN" hanno riscontrato diminuzioni di valore importanti.

Di seguito si presenta la tabella con i dati completi, confrontati su due anni di EV, EBITDA e EV/EBITDA per permettere un'analisi approfondita.

Tabella 3 “Valori di EV, EBITDA e EV/EBITDA (2022-2023)”

Ticker	EV (2022)	EV (2023)	EBITDA (2022)	EBITDA (2023)	EV/EBITDA (2022)	EV/EBITDA (2023)
AIW	113 Mln	116 Mln	10 Mln	13 Mln	11,07	8,64
S3D	33,7 Mln	64,08 Mln	3,5 Mln	3,03 Mln	9,68	21,12
WIIT	685 Mln	748 Mln	39,7 Mln	46,9 Mln	17,26	15,97
PLN	54,9 Mln	49,6 Mln	7,08 Mln	8,15 Mln	7,75	6,08
PRT	426 Mln	259 Mln	88,4 Mln	34,07 Mln	4,82	7,62
ENI	58,3 Mrd	66,8 Mrd	24,7 Mrd	15,7 Mrd	2,36	4,25
SRG	27,2 Mrd	31,3 Mrd	2,21 Mrd	2,39 Mrd	12,24	13,05
RNV	53,9 Mln	38 Mln	9,7 Mln	27,08 Mln	5,55	1,41
HER	8,3 Mrd	8,6 Mrd	1,01 Mrd	1,36 Mrd	8,25	6,37
AMP	7,5 Mrd	8,39 Mrd	518 Mln	526 Mln	14,52	15,96
UBM	4,4 Mln	33,3 Mln	(0,986) Mln	(2,14) Mln	-4,48	-15,59
TALEA	42,5 Mln	98,7 Mln	2,12 Mln	(3,91) Mln	20,05	-25,25
YACHT.MI	540 Mln	691,9 Mln	115,1 Mln	162,6 Mln	4,69	4,25
TISG	310 Mln	434,6 Mln	43,3 Mln	61,3 Mln	7,18	7,09
GIS	33,1 Mln	24,5 Mln	2,98 Mln	0,94 Mln	11,11	25,93
GG	4,2 Mln	2,66 Mln	0,21 Mln	(1,79) Mln	20,17	-1,49
NVP	32,4 Mln	36,8 Mln	4,9 Mln	6,7 Mln	6,52	5,51
DIT	14,5 Mln	27,6 Mln	(1,2) Mln	(2,05) Mln	-12,07	-13,47
BEC	145 Mln	202 Mln	20,1 Mln	21,7 Mln	7,25	9,33
IP	5,06 Mrd	5,51 Mrd	482 Mln	532 Mln	10,49	10,35
TPS	23,07 Mln	32,7 Mln	7,3 Mln	7,4 Mln	3,15	4,42
ISC	83,2 Mln	62,2 Mln	8,7 Mln	(2,5) Mln	9,57	-25,00
RN	758,4 Mln	14,6 Mln	(40,2) Mln	8,3 Mln	-18,85	1,76
UNIR	673,2 Mln	615 Mln	155 Mln	133 Mln	4,34	4,60

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

Nei bilanci delle società appena citate si trovano informazioni essenziali per comprendere i cambiamenti nel valore in oggetto. Infatti, “S3D”<sup>65</sup> risulta aver effettuato delle trasformazioni strategiche al fine di inserirsi in nuovi settori, anche attraverso l’operazione stessa di fusione per incorporazione, che da un lato hanno portato ad un aumento delle spese, ma che hanno migliorato le prospettive di crescita futura. Nel caso di “UBM”<sup>66</sup> l’impresa ha registrato una perdita significativa, con un valore di EBITDA negativo, ma nonostante questo il valore dell’impresa è aumentato tra il 2022 e il 2023. Questo potrebbe essere dovuto ad un impatto positivo sul mercato della fusione per incorporazione di “Hyris” e delle sue controllate, che ha determinato un aumento delle immobilizzazioni che sono state integrate nel bilancio dell’azienda. Anche nel

<sup>65</sup> InfoCamere.it, “Bilancio di Solid World Group S.p.A, anno 2023”, Camera di Commercio Industria e agricoltura di Treviso-Belluno, Archivio ufficiale CCIAA. Tratto da <https://www.infocamere.it>. [estratto il: 30/08/2024]

<sup>66</sup> UlisseBioMed.com, “Bilancio di UlisseBioMed S.p.A al 31 dicembre 2023”. Tratto da <https://www.ulissebiomed.com/it/investor-relations/dati-finanziari> [estratto il: 30/08/2024]

caso di “TALEA”<sup>67</sup> si rileva un aumento dell’EV sostenuto da una crescita dei ricavi, che nel 2022 erano di 116,3 milioni di euro e nel 2023 diventano di 131,5 milioni di euro, ed anche da importanti investimenti strategici effettuati dall’impresa, che hanno permesso di diversificare i prodotti; questi elementi possono aver influenzato la fiducia degli investitori aumentando il valore dell’impresa.

Al contrario, l’Enterprise Value di “RN” e “PRT” ha subito delle variazioni in riduzione. Nel caso di “RN”<sup>68</sup> il calo viene attribuito alla fusione per incorporazione nell’ambito del “*Project Starfighter*”, che ha ridotto il patrimonio e influenzando negativamente l’EV. Anche per “PRT”<sup>69</sup> l’EV è diminuito significativamente, le motivazioni di questo sono rintracciabili nell’aumento dei costi operativi e dell’elevata concorrenza del settore. In questo caso, la fusione non si rileva come una causa diretta, ma questa potrebbe aver introdotto costi straordinari e portato a una riduzione temporanea delle performance operative, contribuendo al calo dell’EV nel breve termine, anche se potrebbero emergere effetti positivi nel lungo periodo.

Dopo aver analizzato i valori dell’Enterprise Value, si procede con l’osservazione dei valori del *multiplo EV/EBITDA*. La maggior parte dei dati rientrano all’interno dell’intervallo accettabile, considerando quest’ultimo come un dato che può variare tra un minimo di cinque e un massimo di venti a seconda del settore di appartenenza. Si commentano, invece, alcuni valori che si discostano dall’intervallo e per i quali si riscontra una variazione importante tra l’anno 2022 e il 2023, tra questi:

- “S3D”, “PRT”, “GIS” hanno avuto un aumento del valore dell’indice, così come “ENI” e “RN”, il cui aumento, però, non è sufficiente;

---

<sup>67</sup> TaleaGroupspa.com, “*Bilancio di Talea Group al 31 dicembre 2023*”. Tratto da <https://taleagroupspa.com/investor-relations/bilanci-e-relazioni-periodiche-2023/> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>68</sup> Risanamentospa.com, “*Relazione finanziaria annuale di Risanamento Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.risanamentospa.com/bilanci-e-relazioni/2023-2/> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>69</sup> Esprinet.com, “*Relazione finanziaria annuale di Esprinet Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.esprinet.com/it/investitori/risultati-finanziari/?y=2023> [estratto il: 30/08/2024]

- “DIT” per entrambi gli anni indica un valore negativo;
- “TPS”, “UNIR” non hanno registrato un forte cambiamento, ma risultano sotto al livello ottimale;
- Infine, “RNV”, “UBM”, “TALEA”, “GG”, “ISC” hanno registrato un calo del valore, scendendo sotto all’intervallo di riferimento di riferimento e andando in negativo.

Nella tabella sottostante vengono riportate le variazioni percentuali più significative per avere una visione dei cambiamenti più immediata:

Tabella 4 “Valori di variazione % di EV/EBITDA (2022-2023)”

Ticker	Δ% EV/EBITDA (2022-2023)
S3D	118,21%
PRT	57,97%
ENI	80,08%
RNV	-74,60%
UBM	248,17%
TALEA	-225,95%
GIS	133,49%
GG	-107,37%
DIT	11,63%
TPS	40,37%
ISC	-361,40%
RN	-109,36%
UNIR	5,87%

“Fonte: rielaborazione personale di dati derivanti da Bloomberg e dai bilanci delle imprese”

L'analisi dei dati relativi alle variazioni percentuali rileva una forte eterogeneità, anche all'interno dei medesimi macro-settori, riflettendo l'impatto complesso e spesso imprevedibile delle operazioni di fusione, infatti, alcune imprese hanno registrato aumenti significativi, fino al 133%. Dal lato opposto si rilevano delle cadute del multiplo, che raggiungono un massimo di -361%.

Tali risultati riflettono il modo in cui il mercato percepisce le prospettive dell'operazione. In particolare, gli aumenti possono derivare da una previsione positiva sulle sinergie future attese, infatti, se queste si realizzano, ci si aspetta che l'impresa combinata risultante migliori le sue performance e dunque, anche i suoi valori. Inoltre, se la fusione crea un'entità più il mercato potrebbe prevedere una riduzione della percezione di rischio, grazie a una maggiore diversificazione e all'accesso a nuove tecnologie, favorendo la crescita e

l'espansione verso nuovi mercati. Al contrario, valori negativi del multiplo EV/EBITDA possono emergere a causa di problemi di integrazione post-fusione, come contrasti culturali, difficoltà tecniche o resistenze interne. Se le sinergie attese hanno luogo, il mercato potrebbe penalizzare l'azienda. Infine, se la fusione incorpora un'azienda con margini operativi inferiori o se l'entità combinata affronta costi imprevisti, il multiplo EV/EBITDA potrebbe ridursi.

Nel complesso, le variazioni osservate mostrano una leggera prevalenza di risultati negativi, specialmente in termini di EBITDA, suggerendo che per molte aziende le fusioni sono state accompagnate da alcune sfide significative. Le operazioni di questo tipo, come già visto, comportano processi di integrazione complessi che possono momentaneamente destabilizzare l'andamento. Bisogna comunque considerare che le fusioni possono influenzare le variazioni dell'EV e dell'EBITDA in un'ottica di lungo periodo e in modo diverso a seconda della natura delle operazioni e della capacità delle aziende di gestire l'integrazione.

In secondo luogo, viene condotta un'*analisi della solvibilità*<sup>70</sup>, la cui analisi ha il fine di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa. Questa analisi può essere suddivisa in due ambiti di applicazione: la prima è l'analisi della liquidità, volta a misurare la capacità dell'azienda di far fronte agli impegni finanziari nel breve termine; mentre, la seconda analisi è quella riguardante la solidità, che valuta la capacità dell'impresa di sostenere il proprio indebitamento nel lungo periodo.

Nello specifico si andrà ad effettuare prima un'*analisi della liquidità* con l'obiettivo di verificare se un'impresa è in grado di generare un sufficiente livello di flussi finanziari e monetari, tali da mantenere stabile il bilanciamento tra attivo e passivo a breve. I principali ratio di liquidità sono il Quick test ratio (QTR) e il Current test ratio (CTR) che forniscono un quadro chiaro e

---

<sup>70</sup> Navaroni M., slide di presentazione del corso "*Analisi di bilancio*", Corso di Economia e Gestione delle Imprese, Università di Pavia, A.A. 2022/2023.

immediato della solidità finanziaria dell'azienda nel breve termine, permettendo di identificare eventuali rischi di insolvenza e di adottare le necessarie misure correttive<sup>71</sup>.

Le modalità di calcolo dei due ratio presi in esame sono:

$$QTR = \frac{LT}{PC} \qquad CTR = \frac{AC}{PC}$$

Con la prima formula viene calcolato il Quick Test Ratio, rapportando le liquidità totali (LT), ossia la somma delle liquidità immediate e differite, alle passività correnti (PC). Per questo indicatore sono previsti dei valori di riferimento: se il valore è superiore a 1,5 indica un'eccessiva liquidità, se è superiore a uno indica una situazione di tranquillità finanziaria, se compreso tra 0,5 e 1 suggerisce una situazione non soddisfacente, mentre un valore inferiore a 0,5 rappresenta una crisi di liquidità<sup>72</sup>. La seconda formula indica il Current Test Ratio calcolato come attivo corrente (AC) rapportato alle passività correnti (PC). Gli intervalli di riferimento per tale indicatore sono: se il valore è maggiore di 2 presume una situazione ottimale, se è tra 1,50 e 2 indica una situazione soddisfacente, mentre, se è minore di 1,25 significa che la situazione è da controllare. Infine, un valore inferiore a 1 indica una situazione di squilibrio finanziario<sup>73</sup>.

I due indici sono di fatto simili tra loro, differiscono per il valore che viene posto al numeratore. In merito all'interpretazione però, il Quick Ratio ha una visione più conservativa e offre un'indicazione della capacità dell'azienda di pagare i debiti a breve termine utilizzando solo attività ad alta liquidità, escludendo quelle che potrebbero richiedere più tempo per essere monetizzate. Il Current Ratio, invece, adotta una visione più ampia della liquidità, includendo tutte le attività correnti, comprese le rimanenze che potrebbero richiedere tempo per essere convertite in liquidità.

---

<sup>71</sup> Ragioneria.com (s.d.) “Analisi della liquidità o solvibilità aziendale”, tratto da <https://www.ragioneria.com/it/libro/analisi-liquidita-solvibilita-aziendale> [ultimo accesso: 05/09/2024]

<sup>72</sup> Ivi, nota 70.

<sup>73</sup> Ivi, nota 70.

Di seguito i valori del Quick Ratio, il primo indice di liquidità analizzato:

Tabella 5 “Valori del Quick Test Ratio (2022-2023)”

Ticker	Quick Ratio (2022)	Quick Ratio (2023)
AIW	1,39	1,39
S3D	0,68	0,63
WIIT	1,23	0,87
PLN	0,66	0,71
PRT	0,69	0,76
ENI	0,75	0,82
SRG	0,52	0,47
RNV	0,58	0,14
HER	0,86	0,84
AMP	0,40	0,36
UBM	12,54	2,08
TALEA	0,34	0,19
YACHT.MI	0,65	0,53
TISG	0,68	0,60
GIS	0,76	0,71
GG	0,40	0,31
NVP	0,38	0,43
DIT	1,39	0,68
BEC	1,17	1,48
IP	0,97	0,95
TPS	4,06	3,05
ISC	0,94	0,67
RN	0,04	0,85
UNIR	0,20	0,14

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

Analizzando i dati si rileva una maggioranza di valori tra 0,5 e 1, indicazione di una situazione che non rappresenta una problematica significativa, ma che comunque non è soddisfacente. Il valore in oggetto, infatti, indica che l’azienda ha risorse liquide e crediti sufficienti per coprire tra il 50% e il 100% delle sue passività correnti, quindi, pur essendo in grado di far fronte alla maggior parte dei suoi obblighi a breve termine, l’azienda non ha un margine di sicurezza ampio. Solo alcune imprese rientrano nell’intervallo tra 1 e 1,5 e sono “AIW” e “BEC” per entrambi gli anni, mentre “WIIT” e “DIT” solo per il 2022, con una riduzione nel 2023 che rende i valori inferiori a uno, ossia classificati come “non soddisfacenti”. Vi sono solamente due casi (“UBM” e “TPS”) in cui l’indice ha valore superiore a 1,5 ad indicazione di un’eccessiva liquidità. In particolare, il valore è molto alto nel 2022, ma viene corretto nel 2023 in riduzione; nonostante questo, i valori rimangono fuori dall’intervallo ottimale anche nel 2023. Infine, vi sono alcuni casi di imprese che presentano un valore inferiore a 0,5 nel 2023 a indicazione di crisi di liquidità. Alcune di queste nel 2022 rientravano nei valori soddisfacenti, ma hanno rilevato un peggioramento, come “SRG” e “RNV”. Vi sono poi, “AMP”, “TALEA”, “GG” e “NVP”, e

“UNIR” che riscontrano dati negativi per entrambi gli anni, con valori inferiori a 0,5 e che nel confronto dei due anni non realizzano un cambiamento.

Considerando i bilanci di queste ultime cinque imprese, che rilevano un valore negativo, non si riscontrano connessioni dirette con le fusioni per incorporazione effettuate, infatti, i valori non hanno subito variazioni annuali, nemmeno in senso migliorativo immediato. Nonostante questo aspetto, risulta interessante comprendere le motivazioni di questi valori. Nella società “NVP”<sup>74</sup> si registra un aumento dei debiti a breve, legati principalmente all'utilizzo di strumenti di anticipazione su fatture e all'incremento dei debiti finanziari, e alcuni investimenti in immobilizzazioni che hanno assorbito risorse liquide nel breve periodo. Situazione simile si rileva anche nei casi di “TALEA”<sup>75</sup> e “AMP”<sup>76</sup>, dove l'aumento del debito finanziario a breve termine è legato a esigenze di liquidità per sostenere le operazioni correnti e investimenti strategici, che non è accompagnato da adeguato aumento delle liquidità o dei crediti a breve termine. Situazione differente si riscontra per “UNIR”<sup>77</sup>, che presenta un elevato livello di debiti a breve termine che deriva dalle condizioni di pagamento negoziate con i fornitori; inoltre, come rivenditore, potrebbe avere una quantità significativa di inventario, che, sebbene importante, non è considerato nel calcolo del Quick Ratio. Nel caso di “GG”<sup>78</sup> si rilevano dei ritardi nei pagamenti dei clienti e una gestione meno efficace dei crediti che riducono la liquidità disponibile, nonché un aumento delle passività correnti e di investimenti in nuove tecnologie.

Il secondo indice analizzato è il *Current Ratio*. La maggior parte delle imprese mostrano un valore maggiore di 1,25, ad indicazione di una situazione che, seppur in alcuni casi da controllare, risulta essere accettabile. Si osservano

---

<sup>74</sup> Nvp.it, “Relazione finanziaria annuale di Nvp Spa, esercizio 2023”. Tratto da [https://www.nvp.it/?page\\_id=991](https://www.nvp.it/?page_id=991) [estratto il: 30/08/2024]

<sup>75</sup> Ivi, nota n.67.

<sup>76</sup> Amplifon.com, “Annual Report di Corporate Amplifon Spa, esercizio 2023”. Tratto da <https://corporate.amplifon.com/it/investors/relazioni-finanziarie> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>77</sup> Unieurospa.com, “Relazione finanziaria annuale Unieuro Spa, al 29 febbraio 2024”. Tratto da <https://investors.unieurospa.com/it/> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>78</sup> Giglio.org, “Relazione finanziaria annuale di Giglio Group Spa, esercizio 2023”. Tratto da <https://www.giglio.org/investor-relations/> [estratto il: 30/08/2024]

valori che rientrano nell'intervallo ottimale per le imprese "AIW", "RV", "GIS", "BEC", "IP", "RN". Al contrario, si rileva una situazione di squilibrio finanziario, ossia con un dato inferiore a uno per otto delle imprese del campione, tra cui "S3D", "PLN", "SRG", "AMP", "TALEA", "GG", "NVP", "UNIR". Infine, vi sono due imprese ("UBM" e "TPS"), per le quali si rileva un valore da ritenersi elevato, tale dato è indicazione di una impresa che ha una quantità elevata di attività correnti rispetto alle sue passività correnti, con effetti simili a quelli affermati per il Quick Ratio. Infatti, si rileva che le imprese in oggetto sono le medesime.

Di seguito i valori riassunti:

Tabella 6 "Valori del Current Test Ratio (2022-2023)"

Ticker	Current Ratio (2022)	Current Ratio (2023)
AIW	1,57	1,58
S3D	0,97	0,90
WIIT	1,43	1,02
PLN	0,91	0,96
PRT	1,28	1,25
ENI	1,27	1,30
SRG	0,85	0,74
RNV	1,90	1,60
HER	1,34	1,11
AMP	0,56	0,53
UBM	15,69	3,08
TALEA	0,88	0,71
YACHTMI	1,40	1,29
TISG	1,09	1,17
GIS	2,48	2,44
GG	0,63	0,40
NVP	0,62	0,65
DIT	2,30	0,90
BEC	2,24	2,67
IP	1,90	1,93
TPS	4,19	3,32
ISC	2,62	4,07
RN	1,21	2,35
UNIR	0,72	0,70

"Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese"

È ragionevole considerare i due *ratio* simili nel loro andamento, seppure il numeratore che viene usato nel calcolo sia in parte differente, l'andamento che si osserva è omogeneo. Le stesse imprese che hanno un Quick Ratio basso tendono anche ad avere un Current Ratio basso che indica squilibrio finanziario, come si evince in particolare nelle situazioni di "SRG", "AMP", "TALEA", "GG", "NVP" e "UNIR". Questo doppio segnale rafforza l'idea che queste aziende sono in una posizione finanziaria delicata, con difficoltà a far fronte sia alle passività correnti con le risorse liquide immediate che con l'intero attivo corrente. La stessa tendenza di similarità si rileva anche nel caso specifico di "UBM", ma nella versione opposta; infatti, per il 2022 entrambi gli

indici definiscono un eccesso che si riduce nel 2023. Questo, nel caso del Quick Ratio, non permette la tranquillità finanziaria, ma vi si avvicina, mentre nel caso del Current Ratio, vi rientra perfettamente. Stesso discorso vale per TPS, le cui variazioni sono simili.

Nel punto successivo si osserva la solvibilità nel lungo periodo attraverso l'*analisi della solidità*. In questo caso si andrà ad analizzare il rapporto *Debito/Equity*, che va a rapportare le due forme principali di finanziamento dell'impresa<sup>79</sup>. Questo viene anche chiamato rapporto di *leverage* o rapporto di indebitamento  $D/E$ , in virtù del suo metodo di calcolo. L'indice in oggetto mette in luce la composizione della struttura finanziaria e fa emergere con quali fonti l'impresa sta finanziando i suoi impieghi, verificando il peso del debito finanziario rispetto alla parte di finanziamenti che derivano dagli azionisti. Tanto il valore è maggiore, quindi se il valore del debito finanziario supera il patrimonio netto, tanto è superiore il rischio della struttura finanziaria. Questo comporterebbe una maggiore vulnerabilità alle fluttuazioni economiche o ai cambiamenti nelle condizioni di mercato. Inoltre, può ridurre la capacità dell'impresa di accedere ad altri finanziamenti in futuro o di dover essere soggetta a condizioni di credito più restrittive e tassi d'interesse più alti. Per tale indice sono stati definiti degli intervalli di valori che permettono di determinare lo stato di salute dell'impresa: se il rapporto D/E è maggiore di uno l'impresa si trova in una situazione molto rischiosa, indice di una eccessiva dipendenza dalla fonte di finanziamento esterno. Al contrario la situazione viene considerata positiva per valori inferiori a 0,5. I valori tra 0,5 e 1 indicano una situazione da controllare, ma accettabile.

Di seguito si osservano i valori di tale indice per il campione selezionato:

---

<sup>79</sup> Borsa Italiana. (s.d.), "*Rapporto di indebitamento*", Glossario finanziario, Borsa Italiana. Tratto da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/rapporto-di-indebitamento.html> [ultimo accesso: 04/09/2024]

Tabella 7 “Valori di D/E (2022-2023)”<sup>80</sup>

Ticker	D/E (2022)	D/E (2023)
AIW	0,17	0,09
S3D	1,28	0,85
WIIT	1,14	0,76
PLN	0,55	0,58
PRT	0,20	0,27
ENI	0,22	0,30
SRG	1,68	1,71
RNV	0,35	0,15
HER	0,40	0,50
AMP	0,80	0,77
UBM	0,12	0,02
TALEA	0,89	0,77
YACHT.MI	0,81	0,91
GIS	0,48	0,53
NVP	0,73	0,92
BEC	0,26	0,15
IP	0,39	0,32
TPS	0,16	0,14
ISC	0,05	0,40
RN	0,71	0,95
UNIR	1,13	1,02

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

La maggior parte dei valori nella tabella risulta essere inferiore a uno, indicazione di una prevalenza di situazioni positive o da tenere sotto controllo, ma accettabili. Vi sono solo alcune società che mostrano un valore superiore alle altre, superando il valore di uno, queste sono “SRG” e “UNIR”, quest’ultimo non rientra di poco nell’intervallo dei valori sotto all’unità. Vi è poi “WIIT” che solo nel 2022 mostra un valore superiore a uno (1,14), così come “S3D” con un valore D/E superiore a 1, ma solamente nel 2022 (1,28).

Per quanto riguarda le variazioni tra un anno e il successivo non si riscontrano evidenze; infatti, tutte le variazioni sono da ritenersi minime e in ogni caso rientrano nelle normali variazioni e scostamenti annuali. Si evidenzia come le ultime due imprese citate nella frase precedente, “WIIT” e “S3D”, riscontrano un miglioramento del rapporto che le porta a rientrare nella soglia massima di rischio nel corso del 2023.

Si ritiene, comunque, interessante ricercare le motivazioni per le quali alcune imprese registrano valori superiori alla media. Osservando i bilanci delle

---

<sup>80</sup> Si è reso necessario escludere dal campione alcune imprese per l'impossibilità di reperire i dati necessari.

imprese si evidenzia che “SRG”<sup>81</sup>, in forza dell’attività di trasporto e stoccaggio di gas naturale, risulta essere coinvolta in progetti di grande portata che richiedono investimenti in infrastrutture per il trasporto e la distribuzione. Questi progetti sono generalmente finanziati attraverso una combinazione di debito e capitale proprio, ma data la natura capital-intensive del settore, il debito può risultare significativamente più alto, aumentando il rapporto D/E. Inoltre, “SGR” si è espanso nel settore delle energie rinnovabili e della sostenibilità, investendo in tecnologie innovative; questi investimenti, anticipati attraverso l’indebitamento, possono aver contribuito all’aumento del rapporto D/E. Per quanto concerne “UNIR”<sup>82</sup> dal loro rapporto finanziario emerge che i processi di ampliamento sostenuti da fusioni e acquisizioni potrebbero aver aumentato considerevolmente il loro debito. Tuttavia, queste acquisizioni mirano anche a creare valore nel lungo periodo espandendo l’offerta, nonostante l’aumento a breve termine del leverage finanziario. Dunque, si può affermare che le imprese con un rapporto D/E più elevato riflettono scelte strategiche di investimento, che sebbene aumentino il rischio finanziario a breve termine, hanno l’obiettivo di generare valore sostenibile nel lungo periodo.

*L’analisi della redditività*<sup>83</sup> rappresenta un aspetto cruciale per la valutazione della salute economica e finanziaria di un’azienda in quanto consente di misurare quanto il processo produttivo riesca a generare ritorni, sia per i finanziatori, che abbiano contribuito con capitale di debito o di equity, sia per l’impresa stessa in termini di profitti. Questa analisi interpreta l’azienda come un progetto imprenditoriale, con l’obiettivo di valutare la sua capacità di trasformare le risorse investite in reddito. Per approfondire tale analisi vengono analizzati i rapporti che legano alcuni risultati economici con le correlate voci

---

<sup>81</sup> Snam.it, “Relazione finanziaria annuale di Snam Spa, esercizio 2023”. Tratto da <https://www.snam.it/it/investor-relations.html> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>82</sup> Ivi, nota 77.

<sup>83</sup> A. Di Muro, “Indici di bilancio: definizione, calcolo, formule”, Agicap, Milano, 19 dicembre 2022. Tratto da <https://agicap.com/it/articolo/indici-di-bilancio/> [ultimo accesso: 04/09/2024]

dello stato patrimoniale, tra questi si analizzano il Return on Equity (ROE), il Return on Investment (ROI) e il Return on Asset (ROA), di seguito le modalità di calcolo di ciascuno:

$$ROE = \left( \frac{\text{utile netto}}{\text{patrimonio netto}} \right) \times 100$$

$$ROI = \left( \frac{\text{reddito operativo}}{\text{capitale investito}} \right) \times 100$$

$$ROA = \left( \frac{\text{utile netto}}{\text{totale attivo}} \right) \times 100$$

Il *Return on Equity*<sup>84</sup> è un indicatore che valuta la redditività del capitale proprio, misurando la capacità di un'azienda di generare utili a partire dai fondi investiti dai soci. Infatti, un ROE elevato indica che l'azienda è in grado di profitti per gli azionisti, impiegando in modo efficiente il capitale proprio. Spesso tale indice viene associato ad un controllo del valore D/E, questo al fine di monitorare attentamente l'equilibrio tra capitale proprio e debiti, al fine di evitare di esporre l'azienda a rischi finanziari. La seconda formula indica il calcolo per il *Return on Investment*, questo è un indicatore utilizzato per valutare l'efficienza nell'impiego del capitale complessivo di un'azienda, indipendentemente dalla sua origine, infatti, tale indice misura la redditività dei capitali investiti nel loro insieme, fornendo un'indicazione sulla capacità dell'impresa di generare utili dalle risorse impiegate. Infine, il Return on Assets è un indicatore che misura la capacità di un'azienda di generare utili a partire dal totale delle sue attività; l'indice fornisce una valutazione dell'efficienza con cui l'impresa è in grado di generare reddito partendo dai beni di cui dispone

Il primo indice analizzato è il *ROE*, dall'analisi del quale emerge che buona parte delle imprese ha un risultato maggiore di dieci, il che rappresenta un valore accettabile e significa che le imprese stanno avendo un buon ritorno. Vi sono però alcuni valori molto distanti dai valori target, in particolare si evidenziano una serie di valori molto negativi, come nei casi di "UBM",

---

<sup>84</sup> Ibidem.

“TALEA”, “DIT”, “ISC” per entrambi gli anni, “PRT”, “GG” (con un valore estremamente negativo), solo nel 2023 e “RN” solo nel 2022. Vi sono poi alcune imprese che presentano un valore maggiore di trenta, tra queste “RNV”, “BEC” per entrambi gli anni e “GG” e “UNIR” solo per il 2022.

Di cui di seguito vengono riportati i valori per le imprese del campione.

Tabella 8 “Valori del ROE (2022-2023)”

Ticker	ROE (2022)	ROE (2023)
AIW	17,16%	14,29%
S3D	1,88%	3,19%
WIIT	18,98%	26,18%
PLN	6,82%	6,22%
PRT	11,57%	-3,23%
ENI	24,08%	15,51%
SRG	8,92%	14,87%
RNV	41,00%	53,00%
HER	10,00%	11,10%
AMP	17,19%	14,09%
UBM	-33,83%	-17,54%
TALEA	-49,72%	-4,19%
YACHT.MI	7,78%	9,95%
TISG	22,10%	28,15%
GIS	16,09%	0,31%
GG	49,02%	-286,49%
NVP	1,87%	4,05%
DIT	-16,69%	-45,17%
BEC	33,42%	30,08%
IP	17,22%	15,39%
TPS	13,16%	11,41%
ISC	-0,23%	-30,70%
RN	-86,04%	22,60%
UNIR	32,23%	8,19%

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

Per quanto riguarda le variazioni tra un anno e il successivo si evidenziano un peggioramento di “PRT”, che porta ad un valore negativo nel 2023, un calo drastico di “GG”, che passa da un valore di eccesso a uno estremamente negativo e vi sono poi, “DIT” e “ISC” per le quali si riscontra un valore negativo nel 2022, che nel 2023 diventa ancora più negativo. Al contrario si rileva un miglioramento significativo di “SNAM” e di “RN”, in particolare il secondo che passa da una situazione molto negativa ad una ottima.

Nello specifico è possibile rintracciare delle possibili motivazioni di tali cambiamenti osservando i bilanci delle imprese in oggetto. Nel caso di “GG”<sup>85</sup> si rileva che l’incorporazione di E-commerce Outsourcing S.r.l ha generato un

<sup>85</sup> Ivi, nota n.78.

disavanzo di fusione, contabilizzato come avviamento che ha influito sui conti economici e patrimoniali della società, con una conseguente perdita al 31 dicembre 2023. L'impatto di queste operazioni ha causato una drastica riduzione del ROE, passando da un notevole 49,02% nel 2022 a -286,49% nel 2023. La riduzione è dovuta, poi, alla svalutazione e agli accantonamenti relativi alla fusione, che hanno significativamente influito sul patrimonio netto della società. Segue il caso di "RN"<sup>86</sup> che, al contrario, ha visto un miglioramento dell'indice molto positivo, si osserva che la fusione con Milano Santa Giulia S.p.A. ha consolidato l'intero indebitamento finanziario e la proprietà degli immobili della società. In questo caso, dunque, la riorganizzazione ha permesso di registrare un miglioramento che ha stabilizzato la situazione economica e migliorato la redditività. L'andamento negativo di "GG" si replica anche per "PRT", "GIS" e "ISC". Nel caso di "PRT"<sup>87</sup> l'incorporazione della sua controllata 4Side S.r.l. ha massimizzato le sinergie commerciali e operative. Tuttavia, questa fusione ha comportato l'incorporazione di debiti e disponibilità liquide della società incorporata, che hanno influenzato il flusso di cassa della società. Nel caso di "GIS"<sup>88</sup>, nonostante sia rilevabile un aumento dei ricavi e del valore della produzione, l'utile netto consolidato della società nel 2023 è stato di soli 40.000 euro, molto inferiore rispetto agli anni precedenti. Quando l'utile netto scende in modo significativo, come è successo qui, anche il ROE registra una riduzione. Questo effetto è accentuato se il patrimonio netto rimane stabile o addirittura cresce, mentre gli utili non seguono lo stesso andamento. Inoltre, la società ha completato l'incorporazione del marchio Vendorafa, che potrebbe aver comportato costi straordinari significativi, come spese legali, costi di integrazione e potenziali ristrutturazioni. Infine, nel caso "ISC"<sup>89</sup> la perdita netta dell'azienda nel 2023 è stata di 3,39 milioni di euro, un aumento

---

<sup>86</sup> Ivi, nota n.68.

<sup>87</sup> Ivi, nota n.69.

<sup>88</sup> Gismondi1754.com, "Relazione finanziaria annuale di Gismondi 1974 Spa, esercizio 2023". Tratto da <https://investors.gismondi1754.com/investor> [estratto il: 30/08/2024].

<sup>89</sup> Isccfintech.it, "Relazione finanziaria annuale di Integrated system credit consulting Spa, esercizio 2023". Tratto da <https://isccfintech.it/en/investor-relator-2/> [estratto il: 30/08/2024].

significativo rispetto alla perdita di 33.386 euro nel 2022, questo è stato a sua volta causato da una riduzione dei ricavi e un aumento dei costi. Come nei casi precedenti il bilancio evidenzia che con l'incorporazione di Lawyers, sua controllata, ha ampliato il mercato, ma i costi associati a questo processo di espansione, insieme alle maggiori spese legali, hanno contribuito a un aumento delle perdite operative.

Dalle analisi è possibile concludere che il ROE, essendo un indicatore dinamico, risulta essere sensibile alle operazioni strategiche come le fusioni per incorporazione. Inoltre, il suo andamento riflette non solo la capacità operativa dell'azienda, ma anche la qualità della gestione finanziaria e la capacità di realizzare le sinergie previste.

Secondariamente, si analizza l'indice *ROI*, nella tabella l'elenco dei valori:

Tabella 9 “Valori del ROI (2022-2023)”

Ticker	ROI (2022)	ROI (2023)
AIW	7,63%	6,33%
S3D	0,84%	1,59%
WIIT	2,87%	3,34%
PLN	4,05%	3,14%
PRT	14,35%	3,98%
ENI	13,40%	9,68%
SRG	6,68%	6,80%
RNV	0,63%	5,06%
HER	7,90%	9,80%
AMP	11,91%	10,58%
UBM	-18,70%	-14,97%
TALEA	-19,55%	-2,64%
YACHT.MI	15,02%	17,81%
TISG	27,60%	39,18%
GIS	12,00%	1,00%
GG	6,25%	-21,60%
NVP	5,83%	8,03%
DIT	-9,14%	-19,96%
BEC	22,67%	22,61%
IP	17,69%	18,09%
TPS	15,64%	15,77%
ISC	0,25%	-32,25%
RN	-8,95%	1,22%
UNIR	12,70%	5,37%

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

I valori singoli per l'indice ROI sono per la maggior parte positivi superando nella maggior parte dei casi il valore di 5%, vi sono alcuni casi di imprese che hanno un valore inferiore, ma comunque positivo, queste sono “S3D”, “WIIT”, “PLN”, “SRG” per entrambi gli anni, “PRT”, “GIS” e “RN” per il 2023, mentre “RNV” e “ISC” nel 2022. Vi sono poi una serie di valori negativi

dell'indice per “UBM”, “TALEA”, “DIT” per entrambi gli anni, “GG” e “ISC” per il 2023 e “RN” per il 2022.

Per quanto riguarda l'analisi delle variazioni da un anno al successivo si rileva che in metà dei casi vi è stato un aumento, mentre l'altra metà ha visto una riduzione dell'indice; analizzando meglio è possibile evincere che “PRT” ha avuto un peggioramento dell'indice facendolo declassare all'intervallo inferiore, al contrario “RNV” con l'aumento rientra nell'intervallo accettabile; “TALEA” ha avuto un aumento dell'indice che però permane negativo, così come “UBM” e “TISG” hanno avuto un aumento che però è andato oltre alla soglia. I peggioramenti più significativi sono quelli di “GG” e “ISC”, mentre il miglioramento più rilevante è quello di “RN”, anche se non sufficiente per rientrare nell'intervallo ottimale.

Di seguito si presenta un approfondimento in merito alle imprese che hanno mostrato una variazione percentuale maggiore, osservando che queste corrispondono alle imprese già evidenziate per quanto riguarda valori con scostamenti del ROE. Il peggioramento del ROI per “PRT”<sup>90</sup> può essere attribuito all'impatto della fusione per incorporazione che potrebbe aver aumentato il capitale investito senza una corrispondente crescita dei profitti, ed a costi straordinari legati all'integrazione delle operazioni aziendali. Il valore per la società “RNV”<sup>91</sup> migliora nel 2023, rispetto al 2022; le motivazioni rimandano ad un impatto positivo della fusione per incorporazione che ha portato ad un utilizzo più efficiente del capitale investito, migliorando la redditività. Nel caso di “TALEA”<sup>92</sup>, anch'esso in miglioramento, ma pur sempre inferiore allo zero, si osserva che, nonostante la fusione abbia migliorato la situazione finanziaria, l'azienda non è ancora in grado di generare ritorni sufficienti sugli investimenti, probabilmente a causa di perdite pregresse

---

<sup>90</sup> Ivi, nota n.69.

<sup>91</sup> Reanovalto.it, “Relazione finanziaria annuale di Reanovalto Spa, esercizio 2023”. Tratto da <https://www.reanovalto.it/investor-relations/bilanci-e-relazioni/> [estratto il: 30/08/2024]

<sup>92</sup> Ivi, nota n.67.

o costi di integrazione elevati. Segue la società “GG”<sup>93</sup> che, invece, mostra un peggioramento rilevante che rende l’indice negativo; tale valore è attribuibile a costi straordinari probabilmente derivanti da alcune difficoltà di gestione post-fusione che hanno aumentato le passività, riducendo i margini di profitto. Allo stesso modo del ROE, anche in questo caso il disavanzo di fusione ha appesantito il bilancio. Infine, i valori della società “RN”<sup>94</sup> mostrano un miglioramento che consente di rendere l’indice positivo, anche se non raggiunge la soglia del 5%; questo miglioramento segnala una ripresa, probabilmente merito della ristrutturazione efficace post-fusione che ha iniziato a migliorare la redditività dell'azienda.

Infine, l’ultimo indice che si prende in considerazione è il Return on Asset. Di seguito la tabella con i dati:

Tabella 10 “Valori del ROA (2022-2023)”

Ticker	ROA (2022)	ROA (2023)
AIW	5,00%	4,20%
S3D	0,46%	0,85%
WIIT	2,93%	3,06%
PLN	2,70%	2,36%
PRT	9,62%	-3,37%
ENI	8,74%	5,84%
SRG	2,50%	2,59%
RNV	18,83%	19,72%
HER	2,79%	2,74%
AMP	4,71%	4,01%
UBM	-19,30%	-15,02%
TALEA	-20,15%	-0,16%
YACHT.MI	4,30%	6,21%
TISG	9,71%	13,45%
GIS	8,67%	1,45%
GG	0,76%	-21,60%
NVP	1,08%	2,11%
DIT	-6,41%	-9,42%
BEC	15,33%	16,09%
IP	12,42%	11,71%
TPS	10,17%	8,39%
ISC	-0,33%	-32,61%
RN	-10,63%	6,64%
UNIR	3,85%	1,62%

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

Nella maggior parte delle imprese il valore dell’indice risulta essere maggiore di due rientrando nell’intervallo ottimale. L’indice mostra un valore maggiore di zero, ma al di sotto del valore accettabile nel caso di “S3D”, “GIS” per

<sup>93</sup> Ivi, nota n.78.

<sup>94</sup> Ivi, nota n.68.

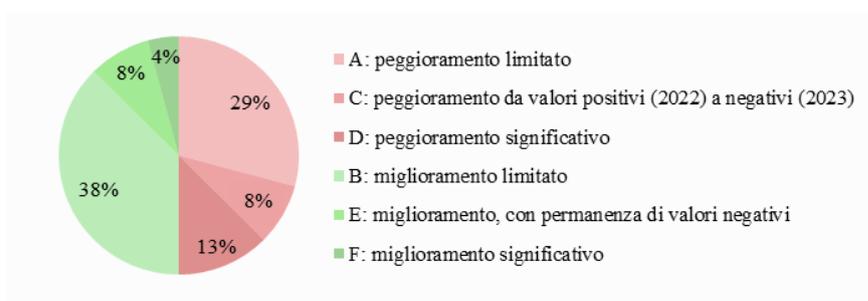
entrambi gli anni, per “UNIR” solo per l’anno 2022, invece per “GG” e “NVP” solo nel 2023. Infine, vi sono alcuni casi in cui il valore è negativo, tra questi “PRT” e “GG” solo nel 2023, “UBM”, “TALEA”, “DIT” e “ISC” in entrambi gli anni, mentre “RN” solo nel 2022. Anche in questo caso i valori dell’indice sono compatibili con l’andamento di ROE e ROI per le medesime imprese a conferma che i valori sono assimilabili.

Anche nel caso dell’analisi delle variazioni, le imprese corrispondono a quelle analizzate in precedenza; infatti, si verifica un calo significativo di “PRT”, comportando un valore negativo nel 2023, allo stesso modo “GG” nel 2023 rileva un valore molto negativo, con un cambiamento netto rispetto all’anno precedente. “UBM” e “TALEA” hanno avuto un miglioramento avvicinandosi allo zero, ma rimanendo comunque con un valore negativo, al contrario “DIT” e “ISC”, che già avevano un valore negativo nel 2022, hanno riscontrato un peggioramento importante ottenendo valori ancora più negativi. L’unica impresa che mostra un miglioramento è “RN”, il cui indice è passato da un valore negativo nel 2022 ad un valore ampiamente positivo e superiore al 5% nel 2023. Analizzando in modo approfondito le imprese che hanno avuto scostamenti significativi si conferma che il peggioramento di “PRT”, può essere attribuito alle conseguenze della fusione per incorporazione, con conseguente difficoltà di integrazione e l’aumento dei costi straordinari. L’indice ROA di “TALEA”, conferma che la fusione ha migliorato parzialmente la situazione, ma l’azienda non è ancora in grado di generare rendimenti positivi. Il dato di “ISC”, confrontato al bilancio, conferma una difficoltà nella gestione dei costi legali e operativi connessi alla fusione. Invece, “RN” si conferma l’impresa che ha mostrato le migliori risposte alla fusione: il miglioramento dovuto a una gestione più efficace delle attività post-fusione ha permesso all’azienda di sfruttare meglio le risorse disponibili e di migliorare la redditività complessiva.

Per concludere l’analisi sulla redditività si considerano congiuntamente ROI, ROE e ROA, mostrando nel successivo grafico le variazioni degli indici tra

l'anno 2022 e l'anno 2023 per il campione di imprese. Il grafico ha l'obiettivo di mostrare in modo più immediato la similarità dei risultati tra gli indici che, come si è visto, accordano sul giudizio complessivo sulla redditività delle imprese.

Grafico 4 “Variazioni degli indici di redditività del campione di imprese”



“Fonte: Elaborazione personale dei dati”

In primo luogo, si rileva che esattamente il 50% delle imprese rileva un miglioramento degli indici di redditività, nelle gradazioni in verde, e il 50% mostra un peggioramento degli indici di bilancio, nelle gradazioni in rosso. Tale suddivisione non è però sufficiente, in quanto alcuni aumenti rappresentano delle variazioni migliorative e altre delle variazioni che però non impattano. Complessivamente si rileva che (A) 7 imprese hanno registrato un calo degli indici, mentre (B) 9 imprese hanno registrato un miglioramento degli stessi. In entrambi i casi, però, le variazioni non hanno modificato l'intervallo di appartenenza dei valori. La sezione (C) rappresenta le 2 imprese che nel 2022 riportavano valori ottimali, ma che hanno registrato un calo nel 2023 che ha variato l'intervallo di appartenenza dei valori in senso peggiorativo; mentre la sezione (D) indica le 3 imprese che avevano valori degli indici negativi nel 2022, che sono peggiorati ulteriormente nel 2023. La sezione (E) rappresenta le due imprese che riscontravano valori negativi per il 2022, ma di cui si osserva un miglioramento nel 2023, che non è sufficiente a rendere i valori positivi. Infine, la sezione minore (F) rappresenta l'unica impresa che aveva dei valori negativi nel 2022 che nel 2023 sono migliorati significativamente.

In definitiva, l'analisi congiunta di ROE, ROI e ROA evidenzia che, pur in presenza di variazioni occasionali degli indici, la redditività delle imprese resta generalmente stabile e coerente con le tendenze precedenti. Questo potrebbe

evidenziare in un senso la stabilità delle imprese del campione selezionato, che è in grado di assorbire gli effetti di eventi straordinari senza significative alterazioni delle performance complessive; per altri versi potrebbe confermare l'ipotesi iniziale secondo cui gli effetti della fusione sono riscontrabili confrontando un numero maggiore di anni e non solamente confronto diretto tra pre e post fusione.

L'ultima analisi effettuata riguarda il *modello di Altman* e il suo relativo indice denominato Z-score. È un modello di analisi predittiva utilizzato per valutare la probabilità che un'impresa possa andare in uno stato di insolvenza nel periodo successivo al calcolo.<sup>95</sup> Il modello originale è stato sviluppato da Edward Altman nel 1968 ed è stato successivamente adattato per diversi settori e tipologie di imprese; il modello originario, infatti, poteva essere applicato solo alle imprese quotate, come nell'analisi in atto.

Tale indice viene calcolato utilizzando la seguente formula:

$$Z = 1.2 * X1 + 1.4 * X2 + 3.3 * X3 + 0.6 * X4 + 1.0 * X5$$

Dove nella formula i valori di X rappresentano:

X1: l'equilibrio finanziario calcolato come  $\frac{\text{capitale circolante netto}}{\text{totale attività}}$

X2: la capacità di autofinanziamento calcolata come  $\frac{\text{utili non distribuiti}}{\text{totale attività}}$

X3: la redditività calcolata come  $\frac{EBIT}{\text{totale attività}}$

X4: la solvibilità calcolata come  $\frac{\text{valore di mercato del capitale}}{\text{totale debiti}}$

X5: l'utilizzo del capitale calcolato come  $\frac{\text{ricavi delle vendite}}{\text{totale attività}}$

Nel modello originale vengono individuati dei valori di riferimento che vengono di seguito riportati. I valori maggiori di 2,99, indicano che l'impresa è

---

<sup>95</sup> F. Rossi, "Modelli previsione insolvenze: Altman, Hartzell and Peck, Ohlson e Zmijewski", tratto da Fiscoetasse.com, 07 gennaio 2017. <https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12728-modelli-previsione-insolvenze--altman--hartzell-and-peck-ohlson-e-zmijewski-.html>.

considerata sicura e ha un basso rischio di fallimento; i valori compresi tra  $1,81 < Z < 2,99$  rappresentano per l'impresa la cosiddetta "zona grigia", dove il rischio di fallimento è medio; infatti, all'interno di questa fascia, la situazione dell'azienda non è chiaramente definita e potrebbe essere necessario un ulteriore approfondimento. Infine, per valori di Z minori di 1,81: l'impresa è considerata a rischio, con un'alta probabilità di insolvenza.

Di seguito i valori dell'indice di Altman per il campione di imprese oggetto di analisi per l'anno 2022 e per l'anno 2023<sup>96</sup>:

Tabella 11 “Valori Indice di Altman (Z-score) (2022-2023)”

Ticker	Z-score (2022)	Z-score (2023)
AIW	2,79	2,52
S3D	4,29	3,57
WIIT	1,62	1,71
PLN	1,90	1,94
PRT	6,80	4,86
ENI	5,55	3,78
SRG	1,35	1,22
RNV	2,67	2,77
HER	2,13	2,72
AMP	2,47	2,50
UBM	2,81	2,54
TALEA	1,79	1,54
GIS	2,34	2,54
GG	1,50	0,64
NVP	1,31	1,79
BEC	2,64	2,78
IP	2,94	2,99
TPS	4,10	5,48
ISC	2,61	1,49
RN	-0,71	5,77
UNIR	7,21	7,34

“Fonte: Bloomberg e bilanci delle imprese”

Osservando i dati si rileva che la maggior parte delle previsioni si colloca all'interno della “zona grigia”, infatti, vi sono nove imprese del campione per le quali si indica un valore compreso nell'intervallo tra 1,81 e 2,99. Vi sono poi, “S3D”, “PRT”, “ENI”, “TPS” e “UNIR” che evidenziano un valore superiore a 2,99 e, al contrario, “WIIT”, “SRG”, “TALEA”, “GG”, “NVP” per le quali si riscontra un valore negativo per entrambi gli anni. Infine, si osserva un valore inferiore a 1,81 anche per “ISC” nel 2023 e “RN” nel 2022.

<sup>96</sup> Si è reso necessario escludere dal campione alcune imprese per l'impossibilità di reperire i dati necessari.

Le variazioni tra l'anno 2022 e l'anno 2023 non risultano essere significative nella maggior parte dei casi, infatti, tali cambiamenti non modificano l'intervallo di appartenenza e possono essere considerati delle fluttuazioni normali. Le uniche due eccezioni sono rappresentate da "ISC" e "RN" e presentano dei valori interessanti. Per quanto concerne la prima ("ISC") si rileva un peggioramento delle previsioni; infatti, nel 2022 il valore era considerato nella "zona grigia", invece, nel 2023 diventa un valore che indica un rischio di insolvenza più elevato. Al contrario, per "RN" si rileva un balzo in aumento che permette allo Z-score di passare da un valore negativo, sotto al livello accettabile, ad un valore più che positivo e ben superiore a 2,99. Le variazioni dell'indice di Altman, per entrambe le società, riflettono i cambiamenti significativi nelle loro performance operative e finanziarie, in parte influenzate dalle operazioni di fusione per incorporazione. "ISC" come già è stato affermato in precedenza ha subito una riduzione dei ricavi, che riflette una perdita significativa, questa associata poi ad un aumento dei costi ha portato ad una situazione incerta e una maggiormente rischiosa. Il notevole miglioramento delle previsioni dell'indice di "RN" dipende, invece, da un aumento dell'utile netto nel 2023, rispetto a una perdita nel 2022. Inoltre, come già visto per gli altri indici, la fusione per incorporazione ha apportato una svolta positiva migliorando la struttura patrimoniale e finanziaria.

### **3.3 Conclusioni dell'analisi empirica**

L'analisi empirica condotta nel presente capitolo ha riguardato un campione di ventiquattro imprese quotate, queste sono state analizzate sulla base di dieci indicatori di bilancio rappresentativi di diverse dimensioni aziendali. Ogni indicatore, in un primo momento, è stato esaminato individualmente, verificando se i valori risultassero in linea, superiori o inferiori rispetto agli intervalli di riferimento; di questi poi sono state ricercate le motivazioni alla base di eventuali scostamenti dai valori ottimali. Successivamente, sono stati confrontati i valori degli indicatori su un arco temporale di due anni: il 2022, anno precedente all'operazione di fusione, e il 2023, anno in cui

l'incorporazione ha avuto luogo. Le variazioni osservate hanno evidenziato, nella maggior parte dei casi, differenze minime che non hanno comportato cambiamenti significativi nello status aziendale. Tuttavia, si è osservato che per alcune imprese e alcuni indici emergono delle variazioni percentuali più elevate e dei cambiamenti significativi di performance. In tali casi, è stata indagata la possibile connessione con l'operazione di fusione, che in alcuni contesti ha evidenziato un impatto positivo, mentre in altri ha aggravato le condizioni preesistenti. L'analisi ha inoltre evidenziato che non sempre un miglioramento o peggioramento degli indici riflette necessariamente una situazione aziendale migliore o peggiore. In alcuni casi, infatti, una riduzione di un indice può indicare un ritorno a valori più equilibrati, mentre un aumento eccessivo potrebbe rappresentare un segnale di squilibrio.

Osservando i dati complessivamente si rileva una similarità, e si rende possibile l'individuazione di un sottogruppo di imprese che hanno mostrato i maggiori scostamenti in vari indici, queste sono nove e sono "PRT", "RNV", "UBM", "TALEA", "TISG", "GIS", "GG", "ISC" e "RN". Inoltre, si osserva che per queste imprese non tutti gli indicatori subiscono delle variazioni, ma solo un numero limitato di questi, che sono i medesimi per le stesse imprese e sono l'EV, l'EBITDA e il relativo rapporto, insieme agli indici di redditività. Altri indicatori, come il Quick ratio e il Current ratio, hanno subito variazioni significative solo in due casi; invece, gli altri indici anche in questi casi hanno subito delle variazioni da considerarsi minime o normali. Dei nove casi approfonditi si osserva un dato significativo, otto imprese hanno evidenziato un peggioramento delle performance, mentre solamente una ha mostrato valori in miglioramento post fusione. Pertanto, in riferimento alle ipotesi inizialmente individuate prima di effettuare l'analisi, è possibile sviluppare una prima sintesi di conclusioni. La supposizione iniziale, secondo cui si prevedeva un generale miglioramento a seguito dell'operazione di fusione è risultata parzialmente non confermata, infatti solamente una impresa ha effettivamente ottenuto dei miglioramenti nell'anno stesso in cui l'operazione ha avuto luogo. Mentre, l'ipotesi di eterogeneità degli effetti, conseguente all'eterogeneità del campione, si è rivelata corretta.

L'ipotesi secondo cui si prevedeva la possibilità di impatti migliorativi a lungo termine a seguito della fusione rimane plausibile e può essere validata considerando i valori dello Z-score calcolati dal modello di Altman. L'indice, infatti, non ha mostrato variazioni significative nelle sue previsioni, nemmeno per le imprese che hanno registrato un peggioramento significativo delle performance, infatti, è ragionevole che le imprese che già erano a rischio lo rimangano; ma è interessante osservare due casi (“WIIT” e “NVP”) in cui in cui la previsione indica un miglioramento, con una, seppur minima, riduzione del rischio di insolvenza dell'impresa che complessivamente ha avuto un peggioramento. Questo potrebbe suggerire che, sebbene gli effetti negativi della fusione possano manifestarsi nel breve periodo, i benefici potrebbero emergere solo nel lungo termine. A conferma di tale supposizione gli autori “T. Loughran & A. M. Vijh<sup>97</sup> sostengono che l'effetto delle decisioni di ristrutturazione [...] richiedano alcuni anni.”. Allo stesso modo “R. J. Rosen<sup>98</sup> suggerisce che un orizzonte temporale di tre anni sia necessario per includere abbastanza tempo affinché i risultati delle fusioni possano essere conosciuti.”

Tuttavia, attraverso l'osservazione dei dati, non si può nemmeno escludere la possibilità che, nel futuro, le fusioni possano comportare rischi maggiori rispetto ai potenziali vantaggi attesi, questo dovuto alla complessità di tali operazioni e alle diverse sfaccettature che si riscontrano sulla base di una moltitudine di fattori, anche non strettamente legati all'operazione stessa. Tale osservazione, viene infatti confermata, da A. Agrawal & J. F. Jaffe<sup>99</sup> e da U.

---

<sup>97</sup> T. Loughran & A. M. Vijh, “Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?”, *Journal of Finance*, (1997). In A. Soongswang, “The Long-Term Success of Mergers and Acquisitions”, *The IUP Journal of Business Strategy*, Vol. XI, No. 4, 2014.

<sup>98</sup> R. J. Rosen, “Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements. *Journal of Business*”, (2006). In A. Soongswang, “The Long-Term Success of Mergers and Acquisitions”, *The IUP Journal of Business Strategy*, Vol. XI, No. 4, 2014.

<sup>99</sup> A. Agrawal & J. F. Jaffe, “The post-merger performance puzzle”, *Advances in Mergers and Acquisitions*, (2000). In L. Renneboog & C. Vansteenkiste, “Failure and success in mergers and acquisitions”. *Journal of Corporate Finance*, 2019.

Malmendier<sup>100</sup> che nei loro studi affermano “*qualsiasi sinergia prevista all'annuncio dell'accordo può essere sovrastimata a causa, ad esempio, di pregiudizi comportamentali, comunicati stampa distorti da parte dell'acquirente, pressioni sui prezzi, frizioni nell'integrazione della fusione o cambiamenti imprevisi nell'ambiente economico, poiché i rendimenti positivi a breve termine spesso non si concretizzano nel lungo periodo*”. Confermando che si riscontrano casi in cui le operazioni di fusione per incorporazione nel lungo periodo generano dei rischi superiori ai benefici attesi.

---

<sup>100</sup> U. Malmendier, M. Opp, & F. Saidi, “*Target revaluation after failed takeover attempts: Cash versus stock*”, *Journal of Financial Economics*, (2018). In L. Renneboog & C. Vansteenkiste, “*Failure and success in mergers and acquisitions*”. *Journal of Corporate Finance*, 2019.

## **Conclusioni**

La presente dissertazione ha esaminato nel dettaglio l'operazione straordinaria della fusione societaria. In primo luogo, tale operazione, è stata contestualizzata all'interno del più ampio ambito delle operazioni straordinarie, per poi focalizzarsi in modo specifico sulla fattispecie della fusione per incorporazione. Sono stati esaminati in dettaglio gli effetti che quest'ultima può avere sui bilanci delle società che la adottano quale strategia imprenditoriale.

L'esame delle operazioni straordinarie ha consentito un approfondimento su uno dei fenomeni che, nel tempo, ha acquisito crescente rilevanza nelle pratiche aziendali, in virtù dei vantaggi che si prevede di ottenere. Tuttavia, l'argomento si è rivelato più complesso del previsto. Sebbene tali operazioni siano frequentemente discusse, si è riscontrato che, dal punto di vista definitorio e tassonomico, permangono diverse lacune. Ciò è evidente fin dal principio, poiché nel contesto giuridico italiano non esiste una normativa che delinea in modo chiaro le caratteristiche essenziali di queste operazioni, né che permetta una classificazione precisa. L'analisi condotta ha mostrato come tali lacune siano dovute principalmente all'estrema eterogeneità delle operazioni in questione, che non consente una visione unitaria, ma richiede di prendere in considerazione numerosi fattori, tra cui gli aspetti civilistici, contabili e fiscali, ognuno dei quali necessita di un'analisi approfondita.

L'approfondimento dell'operazione straordinaria della fusione, tra le numerose introdotte nel primo capitolo, ha permesso di riconoscerla come uno degli istituti più frequentemente utilizzati, specialmente in relazione al più recente concetto di M&A (*Merger and Acquisition*). Inoltre, la fusione presenta una molteplicità di aspetti di grande interesse, che attraversano diversi ambiti e trovano applicazione in una vasta gamma di contesti operativi.

Il presente elaborato ha inoltre consentito di esaminare un aspetto tuttora molto attuale, ossia l'integrazione tra i principi contabili nazionali OIC e quelli internazionali IAS/IFRS. Anche nell'ambito delle operazioni straordinarie, come in altri, persistono numerose differenze e incongruenze, che attualmente

vengono risolte per lo più attraverso la prassi operativa, senza che sia previsto un allineamento normativo formale.

La prima parte del presente elaborato, prevalentemente teorica, ha fornito le basi necessarie e raccolto le informazioni fondamentali per condurre un'analisi empirica sugli effetti delle fusioni per incorporazione. Le analisi effettuate hanno permesso di approfondire il modo in cui l'analisi di bilancio possa essere applicata in questo contesto, non limitandosi al mero calcolo degli indici e alla loro valutazione anno per anno, ma confrontando i vari indicatori su un arco temporale di due anni e tra un campione di imprese eterogenee. In particolare, l'analisi di bilancio non è stata utilizzata solo per comprendere i risultati di una singola impresa, ma è stata interpretata come uno strumento per valutare se e in che misura le fusioni apportino miglioramenti alle performance aziendali. Pertanto, l'analisi di bilancio stessa è divenuta oggetto di un approfondimento critico.

In conclusione, dal lavoro effettuato è emerso che l'analisi di bilancio si conferma uno strumento utile anche nel contesto delle operazioni di fusione per incorporazione, in particolare mette in evidenza le variazioni dei valori pre-fusione e post-fusione. Tuttavia, tale analisi può risultare limitata se applicata su un arco temporale di soli due anni; infatti, nel caso in esame, non sono emerse evidenze di cambiamenti significativi, se non per alcuni tipi di indicatori che presentavano già criticità preesistenti. In tali situazioni, nel periodo in cui ha avuto luogo la fusione, è stato rilevato un peggioramento degli indici in otto casi su nove, mentre, solamente in un caso vi è stato un miglioramento. Inoltre, in tali circostanze, è stato complesso distinguere quali effetti fossero attribuibili direttamente alla fusione e quali fossero conseguenza di cambiamenti differenti.

Un'analisi condotta su un orizzonte temporale più ampio potrebbe far emergere risultati più significativi, soprattutto disponendo di un numero maggiore di anni "post-fusione". In questo modo, osservando fusioni avvenute in periodi più lontani nel tempo, sarebbe possibile valutare con maggiore precisione gli effetti

a lungo termine e distinguere più chiaramente quali di questi siano imputabili esclusivamente alla fusione e quelli dovuti ad altri fattori.

Tuttavia, dai dati analizzati nel presente elaborato risulta complesso formulare previsioni certe in merito agli effetti a lungo termine delle fusioni per incorporazione. Non è ancora possibile stabilire se, col tempo, gli effetti positivi compenseranno le criticità iniziali o se, al contrario, i costi supereranno i benefici attesi. Tale questione rimane aperta, anche perché, allo stato attuale, la letteratura presenta studi che sostengono entrambe le ipotesi riguardanti gli effetti a lungo termine.

In ultima analisi, ci si potrebbe chiedere se lo stesso aggettivo “straordinario” non implichi in sé proprio una componente di imprevedibilità e di rischio intrinseco, suggerendo che, nonostante i tentativi di prevederne gli effetti, permanga sempre un certo grado di incertezza legato a una molteplicità di fattori non controllabili nella loro totalità.

## **Bibliografia dei documenti contabili e bilanci aziendali**

- Amplifon.com, “*Annual Report di Corporate Amplifon Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://corporate.amplifon.com/it/investors/relazioni-finanziarie>
- Esprinet.com, “*Relazione finanziaria annuale di Esprinet Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.esprinet.com/it/investitori/risultati-finanziari/?y=2023>
- Giglio.org, “*Relazione finanziaria annuale di Giglio Group Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.giglio.org/investor-relations/>
- Gismondi1754.com, “*Relazione finanziaria annuale di Gismondi 1974 Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://investors.gismondi1754.com/investor>
- Isccfintech.it, “*Relazione finanziaria annuale di Integrated system credit consulting Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://isccfintech.it/en/investor-relator-2/>
- Nvp.it, “*Relazione finanziaria annuale di Nvp Spa, esercizio 2023*”. Tratto da [https://www.nvp.it/?page\\_id=991](https://www.nvp.it/?page_id=991)
- Reovallo.it, “*Relazione finanziaria annuale di Reovallo Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.reovallo.it/investor-relations/bilanci-e-relazioni/>
- Risanamentospa.com, “*Relazione finanziaria annuale di Risanamento Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.risanamentospa.com/bilanci-e-relazioni/2023-2/>
- Snam.it, “*Relazione finanziaria annuale di Snam Spa, esercizio 2023*”. Tratto da <https://www.snam.it/it/investor-relations.html>
- TaleaGroupspa.com, “*Bilancio di Talea Group al 31 dicembre 2023*”. Tratto da <https://taleagroupspa.com/investor-relations/bilanci-e-relazioni-periodiche-2023/>
- UlisseBioMed.com, “*Bilancio di UlisseBioMed S.p.A al 31 dicembre 2023*”. Tratto da <https://www.ulissebiomed.com/it/investor-relations/dati-finanziari>
- Unieurospa.com, “*Relazione finanziaria annuale Unieuro Spa, al 29 febbraio 2024*”. Tratto da <https://investors.unieurospa.com/it/>

## **Bibliografia e sitografia**

- Agrawal, A., & Jaffe, J. (2000). "The post-merger performance puzzle", *Advances in Mergers and Acquisitions*. In R. L., & V. C., "*Failure and success in mergers and acquisitions*". *Journal of Corporate Finance*, 2019.
- Angelici, C. (marzo 2023). *Dibattiti in occasione della presentazione del volume "Diritto delle operazioni straordinarie" di Alessandro Nigro*. Macerata.
- Associazione Italiana delle Società di Revisione Legale. (2016, ottobre). "*Orientamenti preliminari in tema di IFRS" OPI n.1 e n.2*. Tratto da Assirevi: <https://www.assirevi.com/documenti/>
- BDO Global. (s.d.). *BDO M&A Horizons*. Tratto da <https://www.bdo.global/en-gb/microsites/bdo-horizons/bdo-m-a-horizons>
- Bloomberg Terminal. (s.d.). "*Modello personalizzato di confronto tra imprese*". Biblioteca di Economia, Università degli studi di Pavia: [Ultimo accesso: 1 agosto 2024].
- Borsa Italiana. (s.d.). *Glossario finanziario*. Tratto da <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario.html>
- Buffelli, G., Rossi, C., & Sirtoli, M. (2018). *Le operazioni straordinarie nelle società: Trasformazione, Fusione, Scissione, Conferimento, Cessione, Liquidazione*. Milano: Giuffrè Editore.
- Calini, M., & De Michele, I. (2019, dicembre 18). Slide di presentazione . "*Fusione e scissione: differenze di fusione e scissione*" . Milano: ODCEC.
- Carucci, G., & Zanardi, B. (2018, luglio 30). "*Fusioni e scissioni, le differenze contabili tra Oic e Ias/Ifrs*". Tratto da Norme&tributi+Fisco (IlSole24ore): <https://ntplusfisco.ilsole24ore.com/art/fusioni-e-scissioni-differenze-contabili-oic-e-iasifrs-AEgBg>
- Codice Civile 2023*. (s.d.). Tratto da Brocardi.it: <https://www.brocardi.it/codice-civile/>
- Controneo, S. (2013, ottobre 30). Slide di presentazione "La contabilizzazione delle operazioni straordinarie nelle operazioni di fusione nelle diverse società interessate". ODCEC Roma.
- Controneo, S. (2021, dicembre 27). Slide di presentazione, "La fusione di società". Roma: ODCEC.

- Cottino, G. (2011). *Diritto societario, a cura di O. Cagnasso*. Padova: Cedam.
- Di Muro, A. (2022, dicembre 19). "Indici di bilancio: definizione, calcolo e formule".  
Tratto da Agicap.com: <https://agicap.com/it/articolo/indici-di-bilancio/>
- Di Siena, M. (2016, luglio 6). Slide di presentazione "La liquidazione: aspetti contabili". ODCEC Roma.
- Dizionario di Economia e Finanza in "Società, operazioni straordinarie"*. (2012).  
Tratto da Dizionario Treccani:  
[https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa\\_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/operazioni-straordinarie-su-societa_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)
- Editorial: Opinion "How Mergers Damage the Economy"*. (2015, October 31). Tratto da Nytimes - The Editorial Board:  
<https://www.nytimes.com/2015/11/01/opinion/sunday/how-mergers-damage-the-economy.html>
- Esposito, L. A. (2023, febbraio 20). "Le registrazioni contabili delle operazioni di fusione". Tratto da Informazione Fiscale:  
<https://www.informazionefiscale.it/fusione-scritture-partita-doppia-contabilita>
- EY Advisory S.p.A. (2024). *EY M&A Barometer*. Tratto da M&A Italia: Review 2023 e Preview 2024: <https://www.ey.com>
- Fisco oggi: rivista online dell'agenzia delle entrate*. (s.d.). Tratto da  
<https://www.fiscooggi.it/>
- Fondazione Aristeia, C. N. (2005, giugno). n.50, "La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento MLBO". Tratto da Documenti Aristeia:  
<https://www.fondazioneazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/ari/docari50.pdf>
- Fondazione OIC*. (2007). Tratto da Organismo italiano della contabilità - OIC 4:  
<https://www.fondazioneoic.eu/?p=888>
- Guerrini, L. (2019). "Il procedimento di fusione". In VV.AA, "La Fusione". Giappichelli Editore.
- Loughran, T., & Vijn, A. (1997). "Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?", (1997). In T. Loughran, & A. Vijn, "The Long-Term Success of Mergers and Acquisitions", *The IUP Journal of Business Strategy*, Vol. XI, No. 4, 2014. Journal of Finance.

- Lucio, P. (2004). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Giappichelli.
- Malmendier, U., Opp, M., & Saidi, F. (2018). "Target revaluation after failed takeover attempts: Cash versus stock", *Journal of Financial Economics*. In L. Renneboog, & C. Vansteenkiste, "*Failure and success in mergers and acquisitions*". *Journal of Corporate*.
- Mancin, M. (2016). *Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali: Risvolti contabili, civilistici e fiscali*. G Giappichelli Editore.
- Marega, A. (1998). Tesi di Laurea Magistrale in Economia e Finanza . "*ESG DUE DILIGENCE Da supporto all'M&A a strumento di benchmarking per la sostenibilità delle aziende*" . Università Ca' Foscari, Venezia.
- Navaroni, M. ( A.A. 2022/2023). Slide di presentazione del corso "Analisi di bilancio". *Corso di Economia e Gestione delle Imprese*. Università di Pavia.
- Navaroni, M. (A.A. 2022/2023). "Slide di presentazione del corso Analisi di bilancio".
- Nigro, A. (2022). *Diritto delle operazioni straordinarie*. Il Mulino.
- Onida, P. (1951). *Le dimensioni del capitale di impresa: concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*. Giuffrè.
- Palmieri, G. (2009). Operazioni straordinarie "corporative" e procedure concorsuali: note sistematica e applicative. *Il Fallimento n.9/2009*, p. 1092.
- Perotta, R., & Bertoli, L. (2015). "*Le operazioni straordinarie: conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*". Milano: Giuffrè Editore.
- Piona, A. (2019, dicembre 18). Slide di presentazione "Il rapporto di cambio: fusioni e scissioni". Milano: ODCEC.
- Potito, L. (2004). *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*. Giappichelli.
- Ragioneria.com. (s.d.). "*Analisi della liquidità o solvibilità aziendale*". Tratto da Dizionario della contabilità e del bilancio:  
<https://www.ragioneria.com/it/libro/analisi-liquidita-solvibilita-aziendale>
- Rosa, L. D., & Russo, A. (2023). *Manuale le operazioni straordinarie 2023: tecniche e prassi della discontinuità aziendale e familiare*. Gruppo24ore.

- Rosen, R. (2006). "Merger momentum and investor sentiment: The stock market reaction to merger announcements" *Journal of Business*. In S. A., "The Long-Term Success of Mergers and Acquisitions", *The IUP Journal of Business Strategy*, Vol. XI, No.
- Rossi, F. (2017, gennaio 07). "Modelli previsione insolvenze: Altman, Hartzell and Peck, Ohlson e Zmijewski". Tratto da FiscoeTasse.com:  
<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/12728-modelli-previsione-insolvenze--altman--hartzell-and-peck-ohlson-e-zmije>
- Santagata De Castro, R. (2019). Le operazioni straordinarie. In M. Cian, *Manuale di diritto commerciale*. Torino: Giappichelli.
- Sarale, M., Aiello, M., & Cerrato, S. (2011). *Trattato di diritto commerciale - Vol. V, Tomo II: Le operazioni societarie straordinarie*. Cedam.
- Savioli, G. (2012). *Le operazioni di gestione straordinaria*. Giuffrè Editore.
- Spolidoro, M. (2019). Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie. In *Rivista di diritto societario* (p. 285-316). Giappichelli.
- Tricarico, M. (2024, aprile 26). "Fusioni nei soggetti Ias adopter, neutralità e retrodatazione". Tratto da FiscoOggi (AE):  
<https://www.fiscooggi.it/rubrica/analisi-e-commenti/articolo/fusioni-nei-soggetti-ias-adopter-neutralita-e-retrodatazione>
- Veltroni, W. (2000, febbraio 10). Articolo 16, proposta di legge n.6751, Delega del governo per la riforma della disciplina delle società di capitali e cooperative.
- Vicari, A. (2016). L'armonizzazione europea del diritto societario in materia di operazioni straordinarie. In L. M. Benedettelli Massimo V., *Il diritto societario europeo e internazionale*. Utet Giuridica.
- VV.AA. (2007). *OIC 4 - Fusione e scissione*. Tratto da Ragioneria.com:  
<https://www.ragioneria.com/it/elenco-oic/oic-4-fusione-scissione>
- Zanetti, E. (s.d.). "La procedura di calcolo del rapporto di concambio nelle operazioni di fusione". *Il fisco* 24/2008.