



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Magistrale o Specialistica in Economia e Management

***LA FUSIONE AZIENDALE:
ASPETTI GIURIDICI E FISCALI.
IL CASO ESSILORLUXOTTICA***

Relatore: Chiar.mo
Prof. Guido Paolucci

Tesi di Laurea di:
Marika Di Paolo

Correlatrice: Chiar.ma
Prof.ssa Elisa Menicucci

Anno Accademico 2018-2019

INDICE

	Pag.
Introduzione	III
CAPITOLO 1	
<i>Gli aspetti civilistici della fusione</i>	
1.1. Introduzione.....	1
1.2. I vari tipi di fusione	3
1.3. Le principali fasi del procedimento di fusione.....	7
1.3.1. Il Progetto di fusione.....	8
1.3.2. La Situazione Patrimoniale	33
1.3.3. La Relazione dell'organo amministrativo	35
1.4. La Relazione degli esperti	39
1.5. Deposito di atti	48
1.6. Delibere in merito alla fusione	50
1.7. Atto di fusione	57
CAPITOLO 2	
<i>Gli aspetti contabili della fusione</i>	
2.1. Introduzione	61
2.2. Il trattamento contabile del disavanzo da fusione o da annullamento o azioni al 100% dell'incorporata.....	69
2.3. Il trattamento contabile dell'avanzo da fusione o da annullamento nel caso di possesso della società incorporante del 100% delle quote o azioni societarie dell'incorporata.....	71
2.4. Il trattamento contabile della fusione per incorporazione nella quale l'incorporante non detiene partecipazioni nell'incorporata.....	73
2.5. Casi pratici di fusione per incorporazione.....	74
CAPITOLO 3	
<i>Gli aspetti fiscali della fusione</i>	
3.1. La tassazione dell'operazione di fusione.....	83

3.2. Dichiarazione IVA e relativi versamenti.....	89
3.3. Imposta di registro su delibera e atto di fusione.....	93
3.4. La dichiarazione dei redditi e relativi versamenti.....	93

CAPITOLO 4

Il caso pratico della fusione *EssilorLuxottica*

4.1. Luxottica.....	105
4.2. Essilor.....	106
4.3. Il progetto di fusione tra <i>Essilor</i> e <i>Luxottica</i>	107
4.4. Gli obiettivi principali della fusione.....	118
4.5. Gli effetti per gli azionisti.....	120
4.6. Gli effetti per gli investitori.....	122
CONCLUSIONI.....	124
BIBLIOGRAFIA.....	131
SITOGRAFIA.....	135

INTRODUZIONE

Il presente lavoro tratta la fusione aziendale, vale a dire l'operazione straordinaria, disciplinata dal Codice Civile, che comporta l'unificazione economica e giuridica di due o più società.

Negli ultimi anni sono molte le società che hanno deciso di effettuare un'operazione di fusione. Si richiamano ad esempio le società *Wind* Telecomunicazioni e Tre fuse in *Wind Tre S.p.A.*; Fiat e *Chrysler* fuse in *Fiat-Chrysler Automobiles* ed infine *Luxottica* ed *Essilor* fuse in *EssilorLuxottica*.

Le motivazioni alla base di un'operazione straordinaria di fusione sono molteplici e non di rado correlate alla globalizzazione dei mercati, nei quali prevalgono imprese di grandissime dimensioni. Molti e vari sono poi i motivi specifici, che saranno descritti nel primo capitolo unitamente ai vari tipi di fusione, alle principali fasi del suo procedimento cioè al progetto di fusione, alla situazione patrimoniale, alla relazione degli amministratori, alla relazione degli esperti, al deposito di atti, alle delibere, all'opposizione dei creditori, alle obbligazioni ed infine all'atto con cui viene determinata.

Nel secondo capitolo saranno trattati gli aspetti contabili di un'operazione di fusione e in modo specifico l'avanzo e il disavanzo sia da fusione che da annullamento, con particolare approfondimento del trattamento contabile in caso di detenzione della società incorporante di quote o azioni al 100% dell'incorporata e il trattamento nel caso di fusione per incorporazione nella quale l'incorporante non detiene partecipazioni nell'incorporata.

Nel terzo capitolo si affronteranno gli aspetti fiscali della fusione, in partico-

lar modo la tassazione dell'operazione di fusione per quanto riguarda la dichiarazione IVA, la dichiarazione dei redditi e i relativi versamenti, nonché l'imposta di registro sulla delibera e sull'atto di fusione.

Infine nel quarto capitolo verranno ulteriormente approfonditi gli aspetti trattati nei capitoli precedenti mediante l'analisi del caso *EssilorLuxottica*.

In particolare, il capitolo, dopo una breve descrizione degli aspetti caratterizzanti la fusione nel caso specifico, si sofferma sulle conseguenze economiche, finanziarie e tributarie che la stessa può comportare per azionisti ed investitori attuali e potenziali.

Da ultimo, si esprime un ringraziamento a tutti i professori che mi hanno guidato durante il mio percorso di studi universitari e in particolare al relatore e correlatore della presente tesi, nonché a tutte le persone che mi hanno supportato e sostenuto.

CAPITOLO 1

GLI ASPETTI CIVILISTICI DELLA FUSIONE

1.1. INTRODUZIONE

L'operazione di fusione consiste nella concentrazione di una o più società o enti in un unico soggetto sia giuridico che economico, dando luogo alla costituzione di un nuovo soggetto oppure all'incorporazione dei soggetti che vi partecipano in un soggetto preesistente.

Per quanto riguarda le motivazioni di natura commerciale, la fusione, consente di:

- acquisire quote di mercato tramite riduzione della concorrenza (se le società che si fondono operano sugli stessi mercati con prodotti concorrenti);
- rafforzare la presenza sul mercato offrendo nuovi prodotti o integrando la linea dei propri prodotti (se le società che si fondono operano sugli stessi mercati con prodotti diversi e/o complementari);
- conseguire maggiore capacità di operare sul mercato e quindi di sfruttarne le opportunità;
- eliminare effetti di stagionalità delle vendite operando su mercati diversi o con una gamma di prodotti più completa;
- ottenere maggiore efficienza nella distribuzione dei prodotti (utilizzo degli stessi canali di distribuzione, spese di pubblicità comuni per più prodotti, ricerche di mercato effettuate contemporaneamente per più articoli, ecc...).

Per quanto riguarda le motivazioni di carattere industriale, tecnologico e lo-

gistico, la fusione, consente di:

- ottimizzare la gestione delle risorse umane, grazie ad un loro migliore sfruttamento;
- conseguire la massima efficienza nello sfruttamento degli impianti ed il raggiungimento di economie di scala;
- ottimizzare l'utilizzo della potenzialità produttiva o integrare le diverse potenzialità cioè ridurre i costi e i tempi di approvvigionamento accentrando la funzione acquisti, integrare o completare i processi e i cicli produttivi;
- ottenere brevetti, licenze, concessioni di proprietà di società concorrenti o comunque terze;
- acquisire conoscenze e *know-how* a disposizione delle società partecipanti all'operazione;
- ottimizzare le funzioni di gestione delle scorte, trasporto e distribuzione delle materie prime e dei prodotti finiti.

Per quanto riguarda le motivazioni finanziarie, la fusione, consente:

- un accentramento della liquidità con conseguente compensazione di esposizioni passive (migliore gestione di tesoreria);
- miglioramento della struttura finanziaria, con riduzione del capitale di terzi e miglioramento del rendimento del capitale proprio (si verifica quando una delle società fuse è molto indebitata e la società assorbente ha invece capitali da investire);
- miglior sostegno alla quotazione delle azioni circolanti sul mercato mobiliare.

Per quanto riguarda le motivazioni amministrative, la fusione, consente un accentramento della funzione amministrativa con conseguente riduzione dei costi ed ottimizzazione dello sfruttamento delle risorse umane e tecnologiche.

Per quanto riguarda le motivazioni fiscali, la fusione, consente di ottenere dei vantaggi sotto forma di minori imposte pagate, grazie alla possibilità di dedurre le perdite preesistenti delle società incorporate.

Infine in generale la fusione consente:

- l'estensione della presenza su nuovi mercati;
- di conseguire posizioni dominanti;
- un aumento delle capacità competitive;
- il raggiungimento di una dimensione ottimale in funzione delle risorse investite, della struttura industriale e della redditività necessaria a garantire continuità¹.

1.2. I VARI TIPI DI FUSIONE

L'operazione di fusione è disciplinata dal Codice Civile negli articoli da 2501 a 2505 *quater*.

L'art. 2501 comma 1 c.c. letteralmente prevede che: *“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”*.

Dal dettato normativo emergono due tipi essenziali di fusione:

- propriamente detta o in senso stretto (detta anche propria o per unione). Le

¹ R. Cardone, *La fusione delle società*, Giuffrè, Milano 2016.

società partecipanti alla fusione perdono la loro soggettività giuridica e si estinguono, costituendone una nuova (*NewCo*), alla quale partecipano i soci delle società fuse;

- per incorporazione o assorbimento (detta anche impropria). La società incorporante conserva la propria soggettività giuridica mentre quella incorporata si estingue.

La fusione si definisce omogenea quando avviene tra società dello stesso tipo cioè tra società di persone della stessa tipologia o di altra tipologia; tra società di capitali della stessa tipologia o di altra tipologia. Diversamente, la fusione viene definita eterogenea quando avviene tra società di capitali e società di persone.

Nell'ambito della fusione eterogenea, si distinguono due sotto-tipologie:

- la fusione eterogenea regressiva nel caso in cui una società di capitali viene incorporata in una società di persone;

- la fusione eterogenea progressiva se una società di persone viene incorporata in una società di capitali.

A sua volta la fusione per incorporazione può essere:

- inversa quando la società partecipante è incorporata dalla società partecipata;

- anomala se l'incorporante detiene il 100% dell'incorporata (come disciplinato dall'art. 2505 c.c.) oppure se l'incorporante e l'incorporata hanno la medesima compagine sociale (stessi soci con le stesse percentuali);

- di società posseduta almeno al 90%, come disciplinato dall'art. 2505-bis c.c.;

- a seguito di acquisizione con indebitamento (c.d. *leveraged by out*), come dettato dall'art. 2501-bis c.c., che consiste in una serie di operazioni finalizzate all'acquisizione di una società bersaglio/target, ricorrendo alla capacità di indebitamento della struttura societaria, acquisendola. L'acquisto della società target è attuato con un utilizzo minimo di capitale di rischio della società acquirente e un massimo impiego di mezzi finanziari ottenuti a credito da terzi. L'indebitamento sarà rimborsato con mezzi, in tutto o in parte, di pertinenza della struttura societaria acquisita.

La realizzazione di un'operazione di *leveraged by-out* si articola in diverse fasi:

1. la costituzione, da parte dei promotori, di una *NewCo* che effettuerà l'operazione di *leveraged by-out*;
2. il ricorso a prestiti per raccogliere fondi sufficienti per coprire i costi di acquisizione;
3. l'acquisto del patrimonio o delle azioni della società target;
4. la conclusione della manovra attraverso la fusione della società acquisita nella società acquirente o viceversa della controllante nella controllata.

Il vantaggio che offre questa operazione è lo sfruttamento della leva finanziaria quando:

- il rendimento delle attività totali (ROI) supera il costo del/i debito/i;
- il ritorno netto sul capitale proprio della società (ROE) aumenta tanto quanto è più alto il rapporto di leva (D/E) determinando un effetto moltiplicativo sul capitale investito.

Se la società *target* fornisce, direttamente o per interposta persona, assistenza finanziaria alla *NewCo* sottoforma di finanziamenti ad essa erogati o garantendone i debiti verso terzi le operazioni di *leveraged by-out* sono considerate invalide poiché contrastano direttamente con l'art. 2358 c.c., mentre se la *NewCo* garantisce il finanziamento mediante la costituzione di garanzie reali sui beni aziendali acquisiti oppure ripaga l'indebitamento mediante la cessione dei beni aziendali non strategici oppure utilizzando i dividendi percepiti o le somme derivanti da utili distribuibili e riserve disponibili delle società bersaglio accantonate in precedenza, non contrastano direttamente con il suddetto articolo e per questo sono ritenute lecite.

La riforma del diritto societario con l'introduzione dell'art.2501-*bis* c.c. ammette la liceità del *leveraged by-out* solo se vengono rispettate determinate condizioni:

1. il progetto di fusione deve indicare quali saranno le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
2. la relazione degli amministratori deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione, deve contenere un piano economico-finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse e deve descrivere gli obiettivi che si intendono raggiungere;
3. la relazione degli esperti deve attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e la sussistenza delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni. L'attestazione di ragionevole-

lezza è una valutazione, su base di ordinaria diligenza e di ragionevole prevedibilità, degli assunti formulati dagli amministratori;

4. la relazione della società di revisione deve verificare che i dati utilizzati dagli amministratori, nell'identificazione delle risorse finanziarie, siano contabilmente corretti;

5. nulla cambia per quello che riguarda la normativa contenuta nell'articolo 2358 c.c. riguardante l'assistenza finanziaria.

L'art. 2501 comma 2 c.c., stabilisce che: *“La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo”*; inoltre non sono ammesse operazioni di fusione con “soggetti non giuridici” quindi tra società e imprese individuali o società di fatto o società semplice.

1.3. LE PRINCIPALI FASI DEL PROCEDIMENTO DI FUSIONE

Le principali fasi tecniche necessarie per il compimento di un'operazione di fusione sono le seguenti:

1) Redazione da parte degli organi amministrativi di ciascuna delle società partecipanti alla fusione dei seguenti documenti:

- il progetto di fusione (art. 2501-ter c.c.),
- la situazione patrimoniale (art. 2501-quater c.c.) ,
- la relazione degli amministratori (art. 2501-quinquies c.c.);

2) Redazione da parte di uno o più esperti indipendenti di una relazione sul rapporto di cambio (art. 2501-sexies c.c.);

- 3) Deposito dei documenti o deposito di atti (art. 2501-*septies* c.c.);
- 4) Delibere in merito alla fusione (art. 2502-*bis* c.c.);
- 5) Atto di fusione (artt. 2503 e 2504 c.c.)².

1.3.1. IL PROGETTO DI FUSIONE

La predisposizione del progetto di fusione costituisce il primo atto della fusione e deve essere redatto distintamente dagli amministratori di ciascuna delle società partecipanti all'operazione.

Al riguardo l'art. 2501-*ter* c.c. così recita: “*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 denaro;*
- 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 società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;*

²G. Coltraro, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013

7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di azioni 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.

Tra l'iscrizione del progetto e la data fissata per la fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

Con riguardo all'atto costitutivo, è consigliabile che il progetto di fusione faccia riferimento anche alle eventuali modifiche più significative che, per i soci delle società incorporate, si determinano nel passaggio dallo statuto "ante fusione" dell'incorporata a quello "post fusione" dell'incorporante.

Se nel progetto di fusione non sono indicate le modifiche statutarie riguardanti la fusione, devono essere approvati distintamente.

Per quanto riguarda il rapporto di cambio, questo esprime il numero di azioni o l'entità della quota della società risultante dalla fusione o incorporante che deve essere attribuito ai soci delle società fuse o incorporate in cambio delle azioni o quote che essi possiedono nelle società che si estinguono per effetto della fusione.

La normativa civilistica richiede che il progetto di fusione esponga il rapporto di cambio tra le azioni o quote delle società fuse o incorporate e quelle della società risultante o incorporante, nonché l'eventuale conguaglio in denaro previsto, così esplicitando il "peso" che ciascun socio avrà nella compagine sociale della società risultante dalla fusione o incorporante.

La normativa sulla fusione, anche se implicitamente, stabilisce la necessità di una trattativa tra i soggetti (amministratori, rappresentanti dei gruppi di controllo) che si occupano della fusione, dal momento che quest'ultima prevede la presentazione di un unico progetto di fusione e quindi non solo la determinazione di un unico rapporto di cambio (derivato dalla trattativa tra gli amministratori di tutte le società interessate), ma anche di molte altre caratteristiche riguardanti l'assetto della società risultante dalla fusione, derivate da una precedente trattativa.

Gli amministratori e i rappresentanti delle società interessate all'operazione, prima del negoziato, analizzeranno analiticamente la loro realtà aziendale, studieranno il più possibile la realtà aziendale "di controparte" e valuteranno il probabile esito della trattativa.

Durante questa analisi vengono esaminati, spesso con la collaborazione di *advisors*, gli aspetti dell'attrattività strategica, i punti di forza e di debolezza, le caratteristiche finanziarie delle società interessate alla fusione e sulla base del risultato di questa analisi si conduce poi la trattativa, per la quale, preliminarmente, è molto spesso affidato incarico ad un esperto indipendente di formulare un rapporto di cambio iniziale il più possibile oggettivo, a prescin-

dere dal reale interesse delle parti a concretizzare la fusione e da particolari rapporti di forza contrattuale. Questa valutazione è denominata rapporto di cambio “teorico” che deriva, o dovrebbe derivare, dal rigoroso raffronto dei valori di capitale economico determinati in ottica *stand alone* e senza considerare le particolari variabili soggettive che possono creare difficoltà nella definizione dell’operazione; tenendo presente che, per definizione e riferendosi a stime basate sui valori prospettici (che, anche se verificati accuratamente per quanto riguarda la loro ragionevolezza ed attendibilità, sono pur sempre di parte), anche il carattere di oggettività ipotizza una valenza relativa, per assimilare, anche se indirettamente, profili contrattuali.

L’individuazione del rapporto di cambio “teorico”, se elaborata in modo adeguato e approfondito può evitare parte della successiva “trattativa” se ed in quanto in essa ci sono già alcune diverse caratteristiche delle aziende oggetto di fusione, ad esempio attraverso la distinzione di parametri, quali i tassi di capitalizzazione ed attualizzazione, che consente di includere il maggior grado di rischio di una società rispetto ad un’altra, l’attendibilità delle rispettive prospettive di sviluppo, la diversa efficacia della gestione, riportando così all’interno del procedimento di valutazione, se non tutti, almeno molti dei fattori che renderebbero necessario determinare nuovamente, a livello contrattuale, i risultati dell’analisi.

La seconda fase della trattativa parte proprio dalla valutazione dei risultati indicati dal rapporto di cambio teorico, riferendosi anche ai procedimenti di stima utilizzati (*business plans*, valutazioni di elementi patrimoniali, ecc.) in

ambito di verifica degli elementi che possono aver portato ad una nuova sottostima del “proprio” complesso aziendale e/o ad una sovrastima del complesso aziendale “di controparte”. Inizia così nella fase preparatoria della fusione una trattativa complicata, anche articolata in più fasi, nella quale amministratori e soci delle società destinate ad essere fuse o incorporate contrattano per ottenere un numero di azioni della società incorporante o risultante il cui valore economico ritengono, nell’insieme, conveniente rispetto al valore delle azioni della società incorporanda destinate ad essere annullate, mentre amministratori e soci della società incorporante trattano per arrivare ad una diluizione del capitale, derivante dall’aumento deliberato a favore dei soci dell’incorporanda, in linea con l’incremento stimato del valore dell’azienda a seguito della fusione. Queste caratteristiche del processo di definizione del rapporto di cambio si raffrontano con una normativa complicata, che prevede un’informativa vasta ed armonica, molto dettagliata nel caso di società quotate.

L’art. 2501-*quinquies* del Codice Civile statuisce infatti che gli amministratori, con una loro relazione, debbano innanzitutto motivare la proposta di fusione e quindi la convenienza (ad esempio: sviluppo integrato, inclusione di particolari competenze, pianificare le produzioni), per poi giustificare il rapporto di cambio, indicando i criteri di valutazione adottati ed eventuali difficoltà avute nella stima; questo perché gli amministratori hanno un’ampia libertà nella scelta dei criteri da adottare, ma il procedimento e la procedura logica che hanno portato ad individuare il rapporto di cambio devono essere

comunque dimostrati e spiegati.

Il rapporto di cambio, come prevede l'art. 2501-*sexies* c.c., deve essere giudicato “congruo” da esperti indipendenti che, prima, devono indicare i metodi prescelti dagli amministratori, “i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi” e le problematiche eventualmente incontrate nella valutazione, poi devono esprimersi sull'adeguatezza dei metodi stessi e l'importanza relativa attribuita ad ognuno di essi nella definizione del valore adottato.

Per essere congruo, il rapporto di cambio non deve essere arbitrario, ma determinato secondo procedimenti condivisibili e razionali. Come la dottrina sottolinea, “la congruità si risolve necessariamente in ragionevole, motivata e non arbitraria scelta valutativa e metodologica e sussiste sempre che non appaiano scelte apodittiche, logicamente contraddittorie, estranee ed ingiustificate rispetto alle esperienze ed opinioni seguite e sostenute dai tecnici del settore”³. In base a quanto finora esposto può esserci un'incongruenza tra il carattere “negoziale” del rapporto di cambio e la “congruità”, che deve comunque essere rispettata. La contraddittorietà si può originare se alla nozione di “congruità” si vuole necessariamente attribuire un significato quantitativo, laddove invece il rapporto di cambio negoziato sconta fattori, di natura anche qualitativa, difficilmente riferibili al semplice processo di valutazione dei capitali economici, sia pur diretto alla valutazione delle diverse caratteristiche delle società oggetto di fusione. Nell'ambito delle valutazioni di fusioni intervengono fattori extraeconomici “che possono influire, qualche volta anche in modo rilevante, sul rapporto di cambio, quali ad esempio le disposizioni

³ P. G. Marchetti, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Rivista del Notariato*, 1991, pag. 34.

di legge che possono imporre valutazioni che contrastino con quelli adottabili sulla base di un'analisi esclusivamente economica; i condizionamenti esercitati dal potere politico; la necessità di eliminare un concorrente offrendogli condizioni particolarmente vantaggiose; le scelte e le motivazioni di convenienza fiscale; ecc.”⁴.

Inoltre, vi possono essere casi in cui il rapporto di concambio sia frutto di una negoziazione particolarmente ben condotta dagli amministratori della società emittente e pertanto favorevole ai propri azionisti. Il rapporto di concambio non deriva dalla semplice applicazione di un calcolo matematico, ma è il risultato di una trattativa tra gli amministratori (e il gruppo di soci) delle società partecipanti. È molto frequente che il rapporto di concambio fissato risulti inferiore al valore determinato dall'incontro tra i criteri di valutazione. Considerazioni simili possono essere fatte nei riguardi di quei casi in cui al prezzo determinato sulla base di precise metodologie siano stati applicati dalle parti sconti stabiliti nel corso del rapporto negoziale instaurato tra esse”⁵. Inoltre si osserva, commentando le norme relative alla relazione degli amministratori, che “poiché il rapporto di cambio effettivamente determinato può discostarsi, a volte anche in misura notevole, dal semplice rapporto tra i capitali economici delle aziende interessate, «illustrare e giustificare il rapporto di cambio» significa dar conto dell'ampiezza di tali divergenze e delle relative motivazioni”⁶.

Il legislatore muove “nella piena consapevolezza della relatività e della sog-

⁴ G.Paolone, *Le gestioni straordinarie, aspetti normativi ed economico-aziendali*, Giappichelli, Torino, 2004, pag.140.

⁵ A. Sacchi, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c. e 158 comma primo TUIF*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*; scritti giuridici per Guido Rossi. Giuffrè 2002, Tomo I, pag. 711.

⁶ G. Savioli, *Le operazioni di gestione straordinaria*, pag.263, II edizione, Giuffrè, Milano 2012.

gettività della valutazione”, questo è avvalorato dal fatto che possono essere usati più criteri e che a questi diversi criteri possono essere attribuite valenze diverse nella valutazione finale del rapporto di cambio e che possono esserci difficoltà nella valutazione superabili anche con l'utilizzo di diversi metodi (tra l'altro, se vi fossero metodi univoci, si potrebbe delineare solo la situazione “out-out” di risoluzione delle problematiche in esame; la soluzione/non soluzione scaturirebbe dall'applicazione di meccanismi automatici, tanto che forse non si potrebbe neanche parlare di difficoltà, ma di casi di possibilità/impossibilità di definire il rapporto di cambio)⁷.

Secondo alcuni Autori, proprio la richiesta da parte della norma che siano esplicitati i metodi seguiti, l'importanza a ciascuno attribuita e le difficoltà incontrate nel procedimento valutativo al fine di illustrare il proposto rapporto di cambio sottolineerebbe il contenuto “tecnico” del procedimento di determinazione del medesimo, e porterebbe a concludere, da un lato, che è del tutto giustificato il fatto che gli amministratori si avvalgano del supporto tecnico-scientifico di esperti (come peraltro avviene molto frequentemente, e di fatto sempre nelle fusioni tra società quotate), dall'altro che il contenuto “negoziale” del rapporto di cambio non può eccedere “dai confini di sostanziali valutazioni tecniche, che possono condizionare la trattativa antecedente all'accordo, in vista dei benefici dell'unificazione, soltanto nell'ambito del margine di elasticità che queste consentono⁸.

Altra dottrina precisa che “la pretesa di circoscrivere l'ammissibilità delle rettifiche dei valori teorici di concambio alle sole rettifiche *tecniche* condur-

⁷ G.M. Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria-Profilo di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e Mlbo*, Giuffrè, Milano, 2006.

⁸ C. Santagata, *Le fusioni*, Volume 7**1 del Trattato delle Società per Azioni diretto da G.E. Colombo e G. Portale, UTET 2004, pag. 325 e seguenti.

rebbe all'inaccettabile risultato di disconoscere cittadinanza giuridica a scelte degli amministratori e dei soci che rispondono a radicate motivazioni e considerazioni di convenienza ed opportunità. Dunque se integrazioni di carattere negoziale e non strettamente tecnico ai valori teorici di concambio devono ritenersi compatibili, in linea di principio, con l'esigenza che il concambio sia congruo, va peraltro sottolineato come esse non siano del tutto libere e discrezionali ma debbano risultare pur sempre coerenti con l'obiettivo dell'attribuzione di una partecipazione dal valore *sostanzialmente equivalente*. Lo scostamento tra valori negoziati e valori teorici è ammissibile se fondato su stime e determinazioni *dimostrabili e comparabili*. Queste differenze non possono tradursi in un beneficio *unilaterale* a vantaggio di una sola delle 'parti' della fusione, posto che l'obbligo dell'attribuzione di un valore sostanzialmente equivalente impone il rispetto della *parità di trattamento* nei confronti di *tutti* i soci delle società che si fondono⁹, in pratica si afferma la necessità che “la discrezionalità tecnica, utilizzata dagli amministratori nel processo valutativo, sia ragionevole, motivata, non arbitraria e quindi non stabilito un rapporto di cambio dal punto di vista degli elementi valutativi (come valore assoluto o come *range* di valori), nella trattativa possono intervenire altri fattori non coerenti sotto il profilo quantitativo, che possono giustificare la sua rideterminazione, ad esempio se è molto importante per l'acquisizione di una specifica tecnologia, incorporare velocemente una certa società nei confronti della quale non si può intervenire sul piano della concorrenza.

⁹ L.A. Bianchi, *Le congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, 2002, pag. 48.

I soci della società da acquisire daranno il proprio consenso alla fusione solo se il rapporto di cambio è molto favorevole, anche “premiante” rispetto ai valori concordati in base ai soli elementi valutativi. Se il rapporto di cambio fosse variato considerando l'interesse strategico della realizzazione della fusione a livello generale è accettabile l'opinione secondo la quale le integrazioni alla trattativa sono compatibili con l'esigenza di danneggiare determinati soci”¹⁰.

Stabilito un rapporto di cambio dal punto di vista degli elementi valutativi (come valore assoluto o come *range* di valori), nella trattativa possono intervenire altri fattori non coerenti sotto il profilo quantitativo, che possono giustificare la sua rideterminazione, ad esempio se è molto importante, per l'acquisizione di una specifica tecnologia, incorporare velocemente una certa società nei confronti della quale non si può intervenire sul piano della concorrenza. I soci della società da acquisire daranno il proprio consenso alla fusione solo se il rapporto di cambio è molto favorevole, anche “premiante” rispetto ai valori concordati in base ai soli elementi valutativi. Se il rapporto di cambio fosse variato considerando l'interesse strategico della realizzazione della fusione a livello generale è accettabile l'opinione secondo la quale le integrazioni alla trattativa sono compatibili con l'esigenza di congruità del rapporto di cambio. Gli stessi Autori che asseriscono questa tesi, tra l'altro esprimono dubbi a proposito, affermando che in questo caso il rapporto di cambio potrebbe non essere congruo in quanto ci sarebbe una differenza di trattamento a svantaggio dei soci della società incorporante. La difformità

¹⁰ C. Santagata, *Le fusioni*, Volume 7**1 del Trattato delle Società per Azioni diretto da G.E. Colombo e G. Portale, UTET 2004, pag. 325 e seguenti

di trattamento si ha se il rapporto di concambio è stato volutamente molto più favorevole ai soci dell'incorporata rispetto a quello ottenuto applicando metodi di valutazione generali¹¹.

Altra autorevole dottrina, considerato che diversi fattori (tra i quali: interessi particolari del soggetto economico di una delle aziende, maggiore capacità di trattativa, eventuali necessità di concludere velocemente l'operazione) possono portare ad una modifica del rapporto di cambio calcolato come “espressione esclusiva dei valori economici”, sostiene che la prevalenza di questi ultimi nel processo valutativo è, nella prassi, evidente anche per il sempre più frequente ricorso a consulenti esterni per le valutazioni di fusione, proprio per garantire neutralità, e quindi ammissibilità, alla determinazione del rapporto di cambio; con il risultato, d'altra parte, che “l'esistenza di altri fattori di diversa natura che possono influenzare il rapporto di cambio può alla fine indirettamente essere tenuta presente nella scelta del metodo di valutazione e nella determinazione che esso prevede”¹².

Il distinguo va ricercato nelle particolarità essenziali del rapporto di cambio la cui finalità è proprio quello di assegnare a tutti i soci delle società oggetto di fusione partecipazioni dal valore *sostanzialmente equivalente* rispetto ai valori delle partecipazioni prima della fusione; nell'esempio considerato, se il “sacrificio immediato” dei soci dell'incorporante è motivato (e probabilmente, se l'operazione è progettata esattamente, lo sarà nel tempo più che proporzionalmente) dal vantaggio strategico futuro conseguente alla fusione, che anche per essi l'operazione è nel complesso “congrua”, quindi il “pre-

¹¹ V. Palea, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, Giappichelli 2001

¹² M. Confalonieri, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società. Aspetti Civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, Il Sole 24 Ore, 2017.

mio” attribuito ai soci della società incorporanda viene stabilito nella definizione del rapporto di cambio. Il procedimento e i relativi criteri di valutazione e determinazione devono essere trasparenti in modo che i soci di tutte le società possano deliberare con ragionevolezza sulla proposta di fusione e se il rapporto di cambio è diverso dai risultati delle valutazioni dei capitali economici (anche se stimate correttamente, per considerare in maniera diversa, i differenti elementi di redditività, solidità patrimoniale, capacità di stabilire i fondamenti per una crescita stabile nel tempo) deve essere espresso esplicitamente dagli amministratori.

Questa soluzione è più opportuna rispetto all'opzione di esaminare indirettamente, in sede di valutazioni per la definizione del rapporto di cambio, i presupposti necessari per generare, quale dipendente da calcolo economico, un risultato che, invece, nel caso specifico implica cause anche diverse e indubbiamente più qualitative.

Si deve studiare il contesto specifico in cui viene realizzata la fusione.

Se la fusione è tra società di piccole dimensioni, magari costituite sotto forma di società a responsabilità limitata, il contenuto della trattativa è, di frequente, prevalente e la difficoltà tecnica delle valutazioni è invece, nella maggior parte dei casi, inferiore; la stessa norma di cui all'art. 2505-*quater* dispone che, in questo caso, qualora vi sia l'accordo di tutti i soci, non sia redatta la relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies*. Questo accade puntualmente in quanto è molto difficile che, in piccole realtà, si giunga ad una decisione complicata come quella di realizzare una fusione senza che vi sia l'accordo

(evidentemente negoziato) tra tutti i soci. In questi casi non ci si chiede se il rapporto di cambio effettivamente deliberato è “congruo”, in quanto la relativa valutazione è subordinata dalla volontà dei soci stessi¹³.

Nel caso di società per azioni quotate, la trasparenza nel metodo di valutazione del rapporto di cambio (essendo impossibile il coinvolgimento di tutti i soci nella fase preparatoria alla fusione) dovrebbe essere obbligatoria, infatti ogni differenza del rapporto di cambio dovuto al semplice metodo di valutazione dovrebbe essere esplicitamente dichiarata per permettere ai soci una scelta informata e consapevole. Nelle fusioni tra società quotate solo in pochi casi particolari viene evidenziato che il rapporto di cambio è stato condizionato da fattori “negoziali”, infatti, molto spesso viene scelto il valore del cambio “teorico” oppure un valore comunque all'interno del *range* prescelto. Questo è confermato anche dal ricorso, sempre più frequente, non solo ad *advisors*, che definiscano tecnicamente le più appropriate metodologie per la determinazione del rapporto di cambio e la loro adeguata attuazione, ma anche ad esperti *super partes*, che valutano il lavoro degli *advisors* delle singole società coinvolte, esprimono il loro parere sulla neutralità, la correttezza, la ragionevolezza e la non arbitrarietà del metodo da essi adottato, dando così un ulteriore supporto informativo rispetto a quello fornito dall'esperto (o dagli esperti) nominato ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c. .

Sono molteplici i fattori economici che modificano il rapporto “teorico” e i principali sono:

1. Tipo e caratteristiche delle azioni o quote scambiate

¹³ G.M.Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria-Profilo di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e Mlbo*, Giuffrè 2006

Quando il Capitale Sociale dell'incorporante è composto da azioni di varie categorie (ordinarie, privilegiate, di risparmio, ecc.) il rapporto tra il valore del Patrimonio Netto e il numero totale delle azioni presenti, esprime un valore che non corrisponde realmente al valore di nessuna tipologia di azioni, ma un valore medio astratto che non trova riscontro nella realtà.

In caso di società quotate il rapporto tra i valori effettivi delle azioni ordinarie rispetto, ad esempio, a quelle di risparmio si suppone che sia pari al valore del rapporto tra i corsi medi di borsa, così tutte le azioni di risparmio vengono ricondotte ad un numero equivalente di azioni ordinarie e viene calcolato il valore unitario effettivo di ciascuna azione.

Chiaramente i corsi di borsa devono prendere in considerazione un periodo abbastanza lungo ed inoltre devono essere significativi, cioè medi.

In caso di società non quotate, invece, si devono considerare i prezzi di società quotate con caratteristiche simili.

Per quanto riguarda le azioni privilegiate, innanzitutto viene utilizzato il principio di omogeneità, per cui se le società possiedono azioni di diverse categorie, il rapporto di concambio viene calcolato tra azioni della stessa categoria.

Sul rapporto di cambio influisce anche la differente data di godimento tra azioni o quote dell'incorporante ed azioni o quote dell'incorporata.

Ad esempio, quando l'incorporante aumenta il proprio Capitale Sociale per attribuire azioni in cambio, se queste azioni producono utili dall'inizio dell'esercizio non sorge alcun problema, se invece la data di godimento viene

fissata in un giorno intermedio dell'esercizio, i soci dell'incorporata subiscono un pregiudizio economico in quanto perdono il dividendo dell'esercizio in corso delle loro società senza ricevere in cambio il dividendo della nuova (se il godimento è fissato il primo giorno dell'esercizio successivo) oppure ricevono un dividendo parziale (se il godimento è fissato in una data intermedia dell'esercizio in corso), quindi si deve ritoccare la parità teorica del rapporto, aumentandolo o diminuendolo a seconda dei casi del presunto importo del dividendo che non può essere percepito dai soci.

Il conguaglio in denaro in un'operazione di fusione è ammesso, come stabilito dall'art 2501-ter, nella misura massima del 10% del valore nominale delle azioni, e può essere utilizzato per ottenere un rapporto di cambio intero e non frazionato tra azioni e quote.

Esistono diversi fattori di natura extraeconomica, difficili da prevedere, che influenzano il rapporto di cambio 'teorico'.

Tra questi troviamo:

- l'interesse ad eliminare dal mercato un pericoloso concorrente, che giustifica l'offerta ai soci dell'incorporata di un rapporto di cambio a loro più favorevole, per indurli ad accettare la fusione;
- l'interesse ad entrare in un mercato in cui esistono barriere all'entrata;
- la maggior forza contrattuale di una delle parti in causa che riesce ad imporre un rapporto di cambio più favorevole.

A prescindere dal caso specifico, qualunque sia il motivo della differenza tra il rapporto di cambio teorico e quello definitivo deve essere giustificato e ri-

portato dagli amministratori nella loro relazione da trasmettere agli esperti, che devono essere correttamente informati per evitare che sia considerato non “congruo”.

Molte delle fusioni alle quali partecipano società quotate sono realizzate tra società legate da vincoli di partecipazione, anche importanti al punto da influenzare notevolmente la nomina, da parte della partecipante, degli amministratori della partecipata. Possono esserci “fattori negoziali” o elementi di particolare vantaggio per l’una o l’altra società riguardo la realizzazione dell’operazione e, in astratto, non dovrebbero esserci ragioni per le quali l’ammissione di “fattori negoziali” sia possibile nelle altre fattispecie esaminate e non in questa, tra l’altro, si può considerare che, in questi casi, nelle fusione ci sia anche il tentativo di ridurre il più possibile il “peso” dei soci di minoranza nella società risultante dalla fusione¹⁴. Quindi, in questo caso, “il giudizio degli amministratori e dell'esperto ha invece il significato di una prova di equità del concambio: intende cioè dimostrare che la scelta compiuta ha tenuto conto in modo razionale di tutte le informazioni disponibili e si è ispirata a criteri di obiettività. In tal caso la regola fondamentale è che il concambio da scegliere deve essere quello teorico: il solo che possa fornire garanzie di razionalità, obiettività”. “In linea di massima le fusioni in Italia producono vantaggi riguardo il riassetto organizzativo o la ristrutturazione finanziaria, anche se con importanti eccezioni. Le fusioni nei mercati come quello italiano sono spesso realizzate a livello *intercompany* e questo può generare distorsioni nel processo di formazione del concambio, poiché lo stesso si forma

¹⁴G.M.Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria– Profili di valutazione nelle operazioni di fusione:concambio e Mlbo*, Giappichelli, 2006.

in condizioni di squilibrio contrattuale tra le parti. In particolare, le minoranze della controllata incorporanda rischiano di restare, di fatto, escluse da qualsiasi processo decisionale in merito all'operazione, che viene fondamentalmente gestita dagli amministratori della controllante”. Questo in quanto “in Italia le fusioni comportano spesso solo l'acquisizione di quote di minoranza dell'operazione e, in astratto, non dovrebbero esserci ragioni per le quali l'ammissione di “fattori negoziali” sia possibile nelle altre fattispecie esaminate e non in questa, tra l'altro, si può considerare che, in questi casi, nella fusione ci sia anche il tentativo di ridurre il più possibile il “peso” dei soci di minoranza nella società risultante dalla fusione¹⁵. Quindi, in questo caso, “il giudizio degli amministratori e dell'esperto ha invece il significato di una prova di equità del concambio: intende cioè dimostrare che la scelta compiuta ha tenuto conto in modo razionale di tutte le informazioni disponibili e si è ispirata a criteri di obiettività. In tal caso la regola fondamentale è che il concambio da scegliere deve essere quello teorico: il solo che possa fornire garanzie di razionalità, obiettività”. “In linea di massima le fusioni in Italia producono vantaggi riguardo il riassetto di società già controllate, infatti in Italia, spesso, le fusioni producono soltanto benefici di riassetto organizzativo e di ristrutturazione finanziaria delle società incorporanti”¹⁶. Le conclusioni cui si è giunti, e quindi - con le accortezze descritte e comunque rispettando il criterio dell'attribuzione ai soci di *partecipazioni sostanzialmente equivalenti* – la possibilità di produrre i risultati della stima con fattori prettamente negoziali, vedono concordi sia la normativa economico-

¹⁵ S.Rossi, *Le fusioni in Italia: un'analisi empirica*, in *Finanza & Marketing e Produzione*. 2/1999, pag. 43.

aziendale che quella giuridica, che si è occupata maggiormente dell'argomento. Tra l'altro, queste conclusioni sembrano oggi soggette ad una lettura critica da parte della giurisprudenza, in modifica al precedente orientamento che sosteneva, non essendoci una specifica regolamentazione in merito, che nella determinazione del rapporto di cambio è ammessa una valutazione discrezionale delle società coinvolte, con metodi simili a quelli relativi alla fissazione di un prezzo con la conseguenza (ovvia) dell'insindacabilità nel merito dell'attività, tranne se è irragionevole ed arbitrario, tenendo presente la necessità di un metodo chiaro, in modo tale che possano essere valutate le argomentazioni che portano alla definizione del risultato finale¹⁷. Si può dire tra l'altro che "il rapporto di concambio è pur sempre il risultato di una trattativa tra diversi centri di interesse, i cui margini presentano un'inevitabile componente di discrezionalità, pertanto si ritiene che non possa essere discusso (né tantomeno rivisto) dal giudice se non in presenza di contenzioso ed entro determinati limiti. Una giurisprudenza risalente individuava questi limiti solo nell'ipotesi di operazioni fraudolente mentre recentemente ha ampliato il sindacato del giudice al caso di determinazioni palesemente irragionevoli e quindi arbitrarie o di errata applicazione dei criteri enunciati per la fissazione delle ragioni di fusione"¹⁸.

Il Tribunale di Milano, con sentenza del 2 novembre 2000, ha rilevato, in base alle complesse norme previste oggi in materia di rapporto di cambio che "l'operato degli amministratori assume espressa natura di attività valutativa tecnica, soggetta come tale al giudizio anch'esso tecnico degli esperti, volta

¹⁷ M. Terenchi, *Sindacabilità della congruità del rapporto di cambio nel progetto di fusione*, in *Le società* 8/1995, pag. 1088 (nota a sentenza Tribunale di Udine 21 marzo 1995)

¹⁸ G.M.Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria – Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e Mlbo*, Giappichelli, 2006

a fornire ai soci, deliberanti sulla proposta, completa e ragionata informazione e a controllare la ragionevolezza dei criteri seguiti nell'assicurare un "congruo" apprezzamento della posizione di partecipazione di ciascun socio”¹⁹. Con l'effetto che la determinazione del rapporto di cambio, assumendo natura tecnica, sarebbe esposta a verifica (e a ridefinizione tramite la consulenza tecnica) e in sede di controversia, sia pure (tenuto conto del disposto dell'art. 2504-*quater* che stabilisce, avvenuta l'iscrizione dell'atto di fusione, l'impossibilità di invalidare la fusione, salvo il diritto del socio o del terzo al risarcimento del danno) solo per la liquidazione del pregiudizio economico subito dal socio.

Sotto l'aspetto economico-aziendale gli elementi di rigidità che la stabilizzazione di questa posizione potrebbe portare nelle operazioni di fusione; potrebbe al limite determinare la (forse approssimativa) convinzione che il difficile procedimento di determinazione del rapporto di cambio possa essere riaffermato con un procedimento esclusivamente tecnico, senza prendere in considerazione fattori negoziali, che comunque sono presenti nella fase preparatoria della fusione. Se si avvalorasse questo orientamento, si arriverebbe a non tener conto della differenza tra rapporto di cambio teorico ed effettivo, per collegare alle modifiche, sulle variabili di valutazione la necessità di introdurre nel risultato di valutazione gli elementi contrattuali, concordati sin dall'inizio tra i soggetti economici a capo delle società oggetto della fusione. Il consulente tecnico, in sede di valutazione giuridica, non dovrebbe definire congruo il rapporto di cambio, in quanto il principio stesso di congruità com-

¹⁹ G. M. Garegnani, *Le operazioni di gestione straordinaria – Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e Mlbo*, Giappichelli, 2006.

porta una certa soggettività e di conseguenza la possibilità di diverse soluzioni, mentre dovrebbe verificare – esclusivamente riguardo alla determinazione del rapporto di cambio teorico – se i sistemi di valutazione sono suffragati dalla dottrina e condivisi nella prassi e se le modalità applicative di tali metodi – tenendo presente l’elevata soggettività dei metodi di valutazione del capitale economico – non contengano elementi confutabili tali da rendere insensato ed ingiustificato l'intero procedimento.

Gli studi economico-aziendali sulla fusione hanno sempre ampiamente analizzato da un lato gli elementi di omogeneità tra i criteri di valutazione da scegliere nella fusione e dall'altro la possibilità di stimare ed eventualmente come distribuire il "plusvalore originato per effetto della fusione"; tra l'altro sono profili almeno in parte collegati, che devono essere congiuntamente valutati in base al contenuto negoziale che caratterizza le stime effettuate per definire il rapporto di cambio²⁰.

Per quanto riguarda il "plusvalore originato per effetto della fusione" la norma, riguardante la determinazione dei valori di capitali economici in caso di fusione, ha esaminato l'opportunità di procedere a valutazioni autonome relative le singole società partecipanti (*stand alone*) quindi valutare i motivi che hanno portato alla fusione, dando così un valore all'operazione in sé, da ponderare rispetto ai valori assunti dalle singole società.

Durante la fase delle trattative e della pianificazione della fusione vengono studiati e realizzati *business plans* e proiezioni relativi all'andamento ipotizzato per le società dopo la fusione; è scontato che si arrivi a questa fase se

²⁰ A. Danovi - A. Guida, *Valutazione d'azienda e giudizio di congruità nelle operazioni di fusione, Alcune evidenze empiriche per il sistema italiano in Economia & Management 4/2005*

tali prospettive appaiono soddisfacenti e premianti rispetto alla situazione *stand alone* delle società prima della fusione. La dottrina ha cercato di elaborare, nel tempo, schemi in base ai quali poter ripartire il "plusvalore da fusione", in modo da considerare, nella stima del rapporto di cambio, il contributo dato dalle singole società anche in termini di creazione di "maggior valore", con risultati non concordi e non sempre condivisibili, perché è possibile valutare sia il valore *stand alone* delle aziende risultanti dalla fusione, che (anche se è più difficile) il presunto valore successivo all'operazione, ed è quindi possibile stimare il conseguente differenziale di valutazione che si crea, ma non esiste un metodo "razionale" e condivisibile da tutti in base al quale suddividere questo plusvalore.

Se è vero che la discussione sulla reciproca "convenienza" e/o "necessità" di realizzare la fusione porta a rivalutare i risultati espressi dal rapporto di cambio teorico, per arrivare quindi ad un, concordato e definitivo, rapporto di cambio effettivo, sembra proprio che in questa fase venga valutata la modalità con cui, indirettamente, viene suddiviso il "plusvalore da fusione", che verrà di conseguenza effettivamente attribuito più che proporzionalmente all'azienda che ha maggiormente contribuito e determinato la realizzazione dell'operazione di fusione.

In pratica l'analisi delle valutazioni di fusione può riguardare solo a determinazioni *stand alone* destinate alla valutazione del rapporto di cambio teorico. I criteri utilizzati per la stima dei capitali economici delle aziende interessate dalla fusione devono essere omogenei.

Sotto il profilo tecnico, si può discutere di omogeneità di criteri solo in relazione ai valori che definiscono i rapporti di cambio teorici, non essendoci, nella trattativa e quindi nell'individuazione del rapporto di cambio effettivo (cioè nel processo di attribuzione del plusvalore da fusione) proprio la qualità di "criterio" che presuppone invece una metodologia, quindi la possibilità di identificare e riproporre comportamenti contraddistinti da relative omogeneità.

Le informazioni che devono essere esposte nel "progetto di fusione" con riferimento al rapporto di cambio possono essere sintetiche in quanto i dettagli dei presupposti metodologici e valutativi attraverso i quali gli amministratori delle singole società partecipanti alla fusione sono pervenuti alla determinazione del "rapporto di cambio" sono oggetto di analitica esposizione nella "Relazione dell'organo amministrativo"(art. 2501-*quinquies* c.c.).

Nel caso di fusione che non determina alcun concambio, nel "Progetto di fusione" è sufficiente indicare tale circostanza (incorporazione di società interamente posseduta).

La modalità di assegnazione di azioni o quote della società incorporante, oltre che tramite aumento del capitale sociale può avvenire con:

- assegnazione di azioni proprie disponibili nell'attivo patrimoniale della società incorporante;
- emissione di nuove azioni prive di valore nominale;
- attribuzione di azioni possedute dai soci disposti a diminuire la propria partecipazione al capitale sociale. Trattasi del caso in cui vecchi soci trasferisco-

no parte delle loro azioni o quote, cedendole ai soci delle società incorporate oppure cedendole alla società incorporante medesima, affinché provveda poi quest'ultima a girarle ai soci delle società incorporate.

Nel caso in cui dalla fusione non si determini alcuna necessità di assegnazione di azioni o quote della società risultante o incorporante ai soci delle società fuse o incorporate è sufficiente indicarlo nel progetto di fusione.

E' da rilevare che, ai sensi dell'art. 2504-*ter* c.c., nella fusione per incorporazione è fatto divieto alla società incorporante di assegnare azioni o quote in sostituzione delle azioni o quote in società incorporate che erano possedute dalle società medesime o dall'incorporante e che sono state annullate per effetto della fusione²¹.

Il punto 5 dell'art. 2501-*ter* c.c. richiede di esplicitare la data a decorrere dalla quale le azioni o quote assegnate ai soci delle società incorporate partecipano agli utili della società incorporante, che, in linea di principio, coincide con quella in cui l'atto di fusione viene iscritto nel Registro delle Imprese dalla società incorporante. E' tuttavia possibile posticipare la partecipazione agli utili, ma anche la retrodatazione, valevole solo ai fini fiscali e contabili ma non giuridici.

Il punto 6 dell'articolo 2501-*ter* c.c. indica che deve essere riportata la decorrenza degli effetti contabili, cioè la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti sono imputate nel bilancio della società incorporante. Il bilancio della società incorporante si può retrodatare e la retrodatazione risponde ad esigenze di carattere operativo, nel senso che è possibile risolve-

²¹ Fondazione Accademia Romana di Ragioneria Giorgio di Giuliomaria, Nota Operativa n. 10/2016

re a priori tutti i problemi legati alle eventuali modificazioni delle condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle singole società partecipanti alla fusione del periodo compreso tra la data di avvio della procedura e la data di perfezionamento della stessa.

Il punto 7 dell'art.2501-*ter* c.c. si riferisce:

- ai soci possessori di particolari categorie di azioni nelle S.p.A.;
- ai soci delle S.r.l., ai quali l'atto costitutivo riconosce alcuni diritti di cui all'art. 2468 c.c. in materia di amministrazione delle società o distribuzione di utili.

In questi casi, nel progetto di fusione deve essere resa un'informativa ai fini di conoscere, nel merito, l'eventuale modificazione dei diritti riconosciuti ai soci delle società ante fusione incorporate.

I “possessori di titoli diversi dalle azioni” sono i soci possessori dei c.d. “strumenti finanziari partecipativi” e di “titoli obbligazionari” compresi quelli convertibili in azioni. In questi casi il progetto di fusione che modifica i diritti amministrativi spettanti ai possessori di strumenti finanziari partecipativi deve essere approvato, oltre che dall'assemblea generale dei soci, anche dall'assemblea speciale che riunisce i possessori dei suddetti strumenti.

La stessa cosa è per le modifiche alle condizioni di prestito in base al quale sono state emesse le obbligazioni, ove è necessaria l'approvazione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti con le maggioranze previste dall'art. 2415 c.c., cioè il voto favorevole degli obbligazionisti che rappresentino la metà delle obbligazioni emesse e non estinte.

I vantaggi particolari a cui si riferisce il punto 8 dell'art. 2501-*ter* c.c. sono gli eventuali vantaggi economici e/o patrimoniali accordati agli amministratori delle società fuse o incorporate a titolo di contropartita per l'anticipata cessazione dalla carica in seguito all'avvenuta fusione.

L'assemblea dei soci di ciascuna società partecipante alla fusione può rigettare o modificare le suddette proposte, senza che ciò comporti una modificazione strutturale al progetto di fusione.

Le suddette informazioni si ritengono non necessarie nel caso in cui la società incorporata risulti posseduta dall'incorporante con una partecipazione tale da poter esercitare i diritti di voto sufficienti a consentire all'incorporante l'adozione di qualsiasi modificazione statutaria (**fusione per incorporazione di società interamente posseduta dall'incorporante**).

In caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (art. 2501-bis c.c.):

- il progetto di fusione deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- la relazione degli amministratori deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazioni della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- la relazione degli esperti deve attestare la ragionevolezza delle indicazioni sopra evidenziate;
- al progetto di fusione deve essere allegata la relazione della società di revi-

sione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o acquirente;

- a tali tipi di fusione non sono applicabili le semplificazioni previste dagli articoli 2505 e 2505-*bis* c.c.

1.3.2. LA SITUAZIONE PATRIMONIALE

L'art 2501-*quater* c.c. recita: *“L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve redigere, con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società.*

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 indicato nel primo comma”.

La situazione patrimoniale deve essere allegata al progetto di fusione e successivamente depositata, entro i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, presso la sede delle società partecipanti alla fusione, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

Ai sensi del suddetto articolo la situazione patrimoniale può essere omessa nel caso in cui vi sia il consenso unanime dei soci e dei possessori di altri strumenti finanziari (usufruttuari, titolari di diritto di pegno, ecc.) che attribuiscono il diritto di voto nelle società partecipanti alla fusione.

Il documento OIC 4, parte prima, par. 4.1, specifica che: *“pur nel silenzio*

del legislatore e tenuto conto della giurisprudenza e della dottrina sul punto, è raccomandata la presentazione della nota integrativa”, quindi, se necessaria la sua redazione, la situazione patrimoniale deve comprendere: Stato Patrimoniale; Conto Economico e Nota Integrativa (che secondo il suddetto OIC può avere un contenuto più snello di quello previsto dall’articolo 2427 del Codice Civile) mentre si ritiene non necessaria la Relazione sulla gestione di cui all'art. 2428 c.c.

Relativamente al contenuto del bilancio infrannuale, l'OIC 4, parte prima, par. 4.1, prevede che tale documento sia redatto in aderenza alle indicazioni dell'OIC 30 “bilanci intermedi”. Pertanto, per la sua redazione occorrerà rilevare il reddito maturato dall'inizio dell'esercizio e quantificare l'entità del patrimonio alla data di riferimento operando le opportune integrazioni e rettifiche, le quali possono essere effettuate anche in via extra contabile.

Trattandosi di un bilancio infrannuale, è da ritenere non necessaria la sua approvazione da parte dell'assemblea dei soci.

In luogo della situazione patrimoniale, la disposizione in esame consente di utilizzare il bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del deposito del progetto di fusione presso la sede della società (in questo caso detto bilancio deve essere regolarmente approvato dall’assemblea).

La funzione svolta dal bilancio infrannuale secondo l’OIC 4, parte prima, par. 4.1 è di fornire ai soci e ai terzi una situazione aggiornata sulla situazione Patrimoniale, finanziaria e sul risultato economico rispetto a quella dell’ulti-

mo bilancio approvato. Per questo, si può affermare che la sua non idoneità a fornire la dimostrazione del valore del capitale economico da utilizzare per la determinazione del rapporto di cambio.

Se esiste un Collegio sindacale di una società partecipante alla fusione, non è chiamato a redigere un'apposita relazione, sulla “situazione patrimoniale infrannuale” eventualmente predisposta dagli amministratori, in quanto, in una procedura di fusione, il suo ruolo è limitato ad un controllo di legittimità e al contenuto formale degli atti predisposti dagli amministratori.

1.3.3. LA RELAZIONE DELL'ORGANO AMMINISTRATIVO

L'articolo 2501-*quinquies* che norma la “Relazione degli organi amministrativi” recita: “*L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote.*

La relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio.

Nella relazione devono essere segnalate le essenziali difficoltà di valutazione”.

In genere la suddetta relazione viene predisposta congiuntamente dagli organi amministrativi di tutte le società partecipanti alla fusione, ma è possibile anche una predisposizione differenziata. La “Relazione” deve illustrare e giustificare l'operazione di fusione nel suo complesso sia dal punto di vista

giuridico, sia dal punto di vista economico. E' necessario dare un'adeguata informativa in relazione:

- agli obiettivi gestionali delle società partecipanti alla fusione;
- ai programmi formulati per il loro conseguimento;
- al positivo effetto della fusione sulle possibilità di effettivo conseguimento degli obiettivi gestionali.

L'obbligo di informativa sulle motivazioni economiche e giuridiche che giustificano l'operazione di fusione limita la possibilità per gli amministratori di porre in essere operazioni arbitrarie, prive di adeguate giustificazioni economiche in quanto è su tali informazioni che deve essere valutata la conseguenza delle argomentazioni.

L'esposizione delle motivazioni economiche acquisisce notevole importanza anche per quanto riguarda i rapporti con l'Amministrazione Finanziaria [valide ragioni economiche ai sensi dell'ex art. 37-*bis* DPR 600/73]²².

Nel documento deve essere fornito un dettagliato resoconto dei criteri mediante i quali il rapporto di cambio è stato individuato dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione, evidenziandone le eventuali difficoltà riscontrate nel processo di valutazione.

La valutazione complessiva della società ai fini della fusione, infatti, può essere fatta con vari metodi (patrimoniali, reddituali, misti), ciascuno dei quali si fonda su specifici parametri che conducono, di solito, a differenti valori.

La determinazione del rapporto di cambio, una volta esplicitati i criteri in

²² Decreto del Presidente della Repubblica del 29/09/1973, disposizioni comuni in materia di "accertamento delle imposte sui redditi-disciplina dell'abuso del diritto o elusione fiscale (N.D.R. Articolo abrogato dell'art. 1, comma 2 decreto legislativo 5 agosto 2015, n. 218. Ai sensi del medesimo art.1, comma 2 Decreto Legislativo n. 128/2015 le disposizioni che richiamano il presente articolo si intendono riferite all'art. 10-*bis* legge 27 luglio 2000 n. 212, in quanto compatibili).

funzione dei quali si è pervenuti alla valutazione di ciascuna singola società, tenendo eventualmente conto di “correttivi”, assume i connotati di una mera operazione matematica in quanto ciascun socio delle società fuse o incorporate deve ricevere azioni/quote proporzionale:

- all'entità della sua partecipazione nella società fusa/incorporata
- al peso patrimoniale di quest'ultima sul “valore patrimoniale complessivo” di tutte le società partecipanti alla fusione, quale emergente dalle apposite valutazioni effettuate.

Per le società quotate la relazione accompagnatoria va redatta in conformità ai criteri indicati dallo schema predisposto dal regolamento CONSOB n. 11971/1999²³.

Nel caso di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento l'art. 2501-*bis* c.c. stabilisce che la “Relazione (oltre a quanto richiesto dall'art. 2501-*quinquies* c.c.) deve contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.”

Nel caso non vi sia alcun rapporto di concambio, cioè il caso di un'incorporazione di società interamente posseduta, la “Relazione” contiene esclusivamente le informazioni di cui ai commi 3 dell'art. 2501-*bis* c.c.

Qualora l'operazione di fusione preveda la trasformazione di una o più società partecipanti all'operazione, quando ad esempio una “società in nome collettivo” incorpora una “società di capitali”, è possibile che uno dei soci di

²³ Regolamento CONSOB n. 11971 di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 concernente la disciplina degli emittenti - (Testo integrato e aggiornato con delibera n. 19770 del 26 ottobre 2016).

una società fusa o incorporata “perdano“ il beneficio della responsabilità limitata acquisendo il ruolo di soci illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali della società risultante o incorporante. In questo caso trova applicazione l'art. 2500-*sexies* c.c., ai sensi del quale “*gli amministratori devono disporre una relazione che illustri le motivazioni e gli effetti della trasformazione. Copia della relazione deve restare depositata presso la sede sociale durante i trenta giorni che precedono l'assemblea per deliberare la trasformazione; i soci hanno diritto di prenderne visione e di ottenerne gratuitamente copia*”.

La redazione della Relazione degli amministratori può essere omessa nei casi di fusione per incorporazione di società interamente possedute, a condizione che non sia una fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, ma anche nel caso in cui vi sia il consenso unanime dei soci e dei possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto a società partecipanti alla fusione, però è obbligatoria quando la partecipazione dell'incorporata è stata acquisita mediante la contrazione di apposito finanziamento (come es-
plicato nell'art. 2501-*bis* c.c.).

Ai fini dell'applicabilità della procedura semplificata per le operazioni di fusione di società interamente possedute è sufficiente che il requisito del possesso al 100% risulti verificato al momento della stipula dell'atto di fusione [Consiglio notarile di Milano, massima n.22 del 18/03/2004]²⁴.

²⁴ Presupposti della procedura semplificata della fusione: profilo temporale e ipotesi ulteriori (art. 2505 c.c.). Il presupposto affinché operi la cd. Procedura semplificata della fusione ex art. 2505 c.c.– ossia la disapplicazione degli artt. 2501-*ter*, comma 1, numero 3,4 e 5 c.c. (indicazioni circa il rapporto di cambio delle azioni o quote, le modalità di assegnazione delle azioni o quote, nonché la data di godimento delle azioni o quote assegnate), 2501-*quiquies* c.c. (relazione illustrativa degli amministratori e 2501-*sexies* c.c. (relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio) – consiste nel possesso di tutte le azioni o quote dell'incorporata da parte dell'incorporante e deve necessariamente sussistere al momento del perfezionamento dell'atto di fusione. È pertanto legittima l'assunzione di una decisione di fusione, secondo tale procedura semplificata, qualora il presupposto del possesso totalitario non sussista al momento

1.4. LA RELAZIONE DEGLI ESPERTI

L'art. 2501-*sexies* c.c. stabilisce che *“Uno o più esperti per ciascuna società devono redigere 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.*

La relazione deve contenere, inoltre, un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato.

L'esperto o gli esperti sono scelti tra soggetti di cui al primo comma dell'art. 2409-bis e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati

dell'approvazione del progetto di fusione, né al momento della decisione di fusione, l'attuazione della fusione è in tal caso subordinata ad un evento futuro (acquisizione del possesso totalitario) l'avveramento del quale deve essere accertato in sede di stipulazione dell'atto di fusione.

In analogia a quanto disposto dall'art. 2505, comma 1, c.c. (e dell'art. 2506-*ter*, comma 3, c.c.) non deve ritenere applicabile l'art. 2501-*sexies* c.c. – e non è pertanto richiesta la relazione di stima degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio – allorchè la fusione, pur potendo dar luogo ad un cambio di azioni, non possa comunque dar luogo ad alcuna variazione di valore della partecipazione dei soci, il che si verifica almeno una delle seguenti situazioni:

- a) fusione di due (o più) società interamente possedute da una terza (o comunque da un unico soggetto);
- b) fusione di due (o più) società, una delle quali interamente posseduta da una terza, e l'altra posseduta in parte da quest'ultima e per la restante parte della prima;
- c) fusione di tre (o più) società interamente possedute “a cascata” (A possiede il 100% di B, la quale possiede il 100% di C);
- d) fusione di due (o più) società i cui soci siano i medesimi, secondo le medesime percentuali ed i medesimi diritti;
- e) fusione per incorporazione (cd. inversa) della società controllante nella controllata interamente posseduta.

regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione iscritte nell'apposito albo.

In ogni caso, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha sede la società risultante dalla fusione o quella incorporante la nomina di uno o più esperti comuni.

Ciascun esperto ha diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica.

L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del Codice di procedura civile.

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 dell'articolo 2343. La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci di ciascuna società partecipante alla fusione.

Come esplicito dall'articolo, la Relazione degli esperti deve contenere un giudizio sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote che gli amministratori propongono nel progetto di fusione ed illustrano nella loro relazione, ma anche una perizia di stima sul patrimonio nel caso di società di persone fuse o incorporate in società di capitali o se l'aumento del capitale sociale della società risultante dalla fusione o incorporante risulta superiore al patrimonio contabile della società di capitali fusa o incorporata.

La finalità della perizia è quella di tutelare i terzi, mediante apposita “certificazione” da parte di perito indipendente, che il valore attribuito dalle parti non sia superiore al valore effettivo del bene conferito.

Per quanto riguarda la nomina dell'esperto o degli esperti:

- se la società incorporante è una S.p.A. o una S.a.p.a, la nomina spetta al Tribunale del luogo in cui ha sede la società e avviene tra i revisori contabili o le società di revisione iscritti nel registro istituito presso il Ministero della Giustizia;
- se la società incorporante è quotata in mercati regolamentati la nomina ricade tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa);
- se la società incorporante è una S.r.l. o una società di persone spetta direttamente agli organi amministrativi di ciascuna società partecipante alla fusione nominare un perito tra i soggetti iscritti all'albo dei revisori contabili (revisori contabili persona fisica o società di revisione);
- se le società partecipanti alla fusione nominano uno o più esperti comuni, la nomina spetta al Tribunale competente.

L'esperto non ha il compito di determinare il rapporto di cambio, bensì di esprimere un giudizio di adeguatezza e congruità sul lavoro di determinazione da altri compiuto.

Il giudizio di “adeguatezza” inerisce all'apprezzamento del criterio utilizzato per la valutazione delle singole società partecipanti alla fusione e presuppone che, nell'esprimerlo, l'esperto tenga conto di:

- una serie di fattori interni a ciascuna società (andamento gestione, capacità reddituale, patrimonio netto);
- una serie di fattori esterni a ciascuna società (andamento economico generale e quello specifico di settore);
- altri elementi che possono rivestire carattere di significatività ai fini delle assicurazioni che stanno a monte del processo valutativo.

Il giudizio di “congruità” inerisce all'apprezzamento del risultato finale in termini di sua idoneità ad esperire l'effettivo rapporto che intercorre tra il peso economico e patrimoniale di ciascuna società partecipante alla fusione, tenendo conto delle finalità e delle ragioni dell'operazione medesima.

La relazione degli esperti è un adempimento posto a tutela dei soci e per questo è sempre obbligatoria, ma in caso di:

- fusione per incorporazione di società interamente posseduta;
- fusione per incorporazione di società possedute almeno al 90%;
- consenso unanime dei soci di tutte le società partecipanti alla fusione;
- fusione cui, pur con concambio, non consegue alcuna variazione sostanziale di valore delle partecipazioni possedute dai singoli soci;
- fusione tra società cooperative a mutualità prevalente;

può essere omessa pur rimanendo regolare la fusione.

Quando la fusione avviene per acquisizione con indebitamento e, per effetto della fusione, la partecipazione viene annullata, al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente.

Lo *status* di società quotata in borsa influisce sulla determinazione del valore effettivo del Patrimonio Netto della società interessata, e quindi del valore unitario delle sue azioni e del rapporto di cambio.

Se entrambe le società interessate dalla fusione sono quotate, gli amministratori devono prendere in considerazione i prezzi di mercato delle azioni e il rapporto fra i corsi significativi delle azioni.

Se solo alcune delle aziende sono quotate si conferisce un maggior valore alla società quotata attribuendole un “premio di quotazione” che si applica al valore unitario delle azioni quotate in una percentuale di esso.

Il “premio di quotazione” può essere calcolato facendo la differenza tra il costo per la raccolta di nuovi mezzi finanziari sostenuto dalle società non quotate e quello sostenuto dalle società quotate, espresso in percentuale sul valore nominale delle azioni, ma anche determinando una cifra globale che accresce il valore del patrimonio della società quotata.

Le società interessate dalla fusione, nella quale sono presenti obbligazioni convertibili devono:

- dare la facoltà agli azionisti, con avviso pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale almeno 90 giorni prima della pubblicazione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di 30 giorni dalla pubblicazione;
- assicurare gli azionisti che non esercitano la conversione gli stessi diritti di cui godevano prima della fusione, a meno che la fusione non sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti²⁵.

Si deve stabilire se la conversione è conveniente o meno.

²⁵ A.Vicari, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano 2004

Se si considera la conversione di tutti i titoli (ovviamente non si può ipotizzare la scelta di tutti gli obbligazionisti), nella conversione con metodo diretto provoca un aumento del Capitale Sociale e quindi del numero di azioni in base al quale si deve ripartire il valore del patrimonio, mentre la conversione con metodo indiretto non impatta sul numero delle azioni ma solo sul valore del patrimonio.

La convenienza deriva dal confronto tra il valore di mercato delle obbligazioni in circolazione ed il loro prezzo di esercizio del diritto di conversione.

La conversione, ovviamente, influenza anche il rapporto di cambio.

La norma dell'art. 2503-bis, 2 comma, c.c.²⁶, va applicata per analogia ai possessori degli strumenti finanziari partecipativi previsti dall'art. 2346, ultimo comma, c.c.²⁷, ed ai prestatori di lavoro ai quali siano stati attribuiti *Stock Options* ai sensi dell'art. 2349, 2° comma, c.c.²⁸

Ipotizzando di avere due tipologie di azioni: ordinarie e di risparmio e che siano quotate in borsa, quindi che il rapporto tra i valori economici delle due azioni sia pari al rapporto dei rispettivi prezzi di borsa.

I valori economici delle due tipologie di azioni sono frutto di una stima, mentre i prezzi sono frutto di una contrattazione e tengono conto anche di questi

²⁶ L'art. 2503-bis, 2° comma recita : “Ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data la facoltà, mediante avviso da pubblicarsi nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana almeno 90 giorni prima dell'iscrizione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel limite di 30 giorni dalla pubblicazione dell'avviso”.

²⁷ L'art. 2346, u.c., c.c. recita: “Resta salva la possibilità che la società, a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera i servizi, emetta strumenti finanziari forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso lo statuto ne disciplina le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se ammessa, la legge di circolazione”.

²⁸ L'art. 2349, 2° comma, c.c., recita: “L'assemblea straordinaria può altresì deliberare l'assegnazione ai prestatori di lavoro dipendenti della società o di società controllate di strumenti finanziari, diversi dalle azioni, forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti. In tal caso possono essere previste norme particolari riguardo alle condiz

valori, quindi difficilmente coincidono con questi ultimi, anzi possono esserci molte differenze, infatti non si parla di coincidenza di valore dell'azione con il suo prezzo, ma di coincidenza dei rapporti delle azioni e dei prezzi.

$$\frac{\text{VALORE ECONOMICO DI 1 AZIONE ORDINARIA}}{\text{VALORE ECONOMICO DI 1 AZIONE DI RISPARMIO}} = \frac{V^1}{V^2}$$

è il rapporto tra:

$$\frac{\text{PREZZO DI BORSA DI 1 AZIONE ORDINARIA}}{\text{PREZZO DI BORSA DI 1 AZIONE DI RISPARMIO}} = \frac{P^1}{P^2}$$

$$\frac{V^1}{V^2} = \frac{P^1}{P^2} = r \quad \text{da cui} \quad V^1 = V^2 * r$$

Considerando che la media aritmetica dei valori v^1 e v^2 è pari a :

$$V = \frac{V^1 * N^1 + V^2 * N^2}{N^1 + N^2}$$

Data la non conoscenza dei due valori economici delle azioni, sostituendo, si avrà:

$$V = \frac{V^2 * r * N^1 + V^2 * N^2}{N^1 + N^2} = \frac{V^2 * (r * N^1 + N^2)}{N^1 + N^2}$$

cioè : $V * (N^1 + N^2) = V^2 * (r * N^1 + N^2)$ $V^2 = \frac{V * (N^1 + N^2)}{(r * N^1 + N^2)}$

Determinato il valore di un'azione di risparmio, applicando la prima formula, si può facilmente ricavare il valore di un'azione ordinaria.

In presenza di obbligazioni convertibili si ha ad esempio:

n° azioni costituenti il Capitale Sociale	10.000.000
Valore economico della società	10.000.000.000

Obbligazioni convertibili:

VALORE NOMINALE DI 1 OBBLIGAZIONE	1.000 €
N° OBBLIGAZIONI IN CIRCOLAZIONE	3.000.000
VALORE NOMINALE DEL PRESTITO	3.000.000.000 €

RAPPORTO DI CONVERSIONE	1 AZIONE = 5 OBBLIGAZIONI
N° AZIONI CORRISPONDENTI	600.000

Valore economico unitario delle azioni:

a) considerando l'ipotesi di non conversione

VALORE ECONOMICO DI FUSIONE	=	10.000.000.000
N° TITOLI COSTITUENTI IL CAPITALE SOCIALE	=	10.000.000
		= 1.000,00 €

b) considerando l'ipotesi di conversione

V.E. DI FUSIONE + V. N. DEL PRESTITO		13.000.000.000
N° AZIONI DEL C.S.+ N° AZIONI CORRISPONDENTI ALLE OBBLIG. IN CIRC.	=	10.600.000
		= 1.226,41€

Se gli obbligazionisti convertono le obbligazioni aumentano sia il valore della società sia il numero di azioni, facendo crescere anche il valore economico unitario dell'azione stessa, trasferendo così ricchezza alla società e di conseguenza a tutti gli obbligazionisti.

Si determina così il valore delle azioni possedute dagli obbligazionisti:

A incorporante	B incorporata
Rapporto di conversione azioni/obbligazioni di B = 2 azioni di B/10 obbligazioni di B	
Rapporto di cambio di fusione = 4 azioni di A/1 azione di B	

Nuovo rapporto di conversione = 8 azioni/10 obbligazioni

Supponendo che : - numero complessivo di obbligazioni	10.000.000
- numero obbligazioni convertite	2.000.000
- numero obbligazioni in circolazione	8.000.000

per cui: 8 AZIONI : 10 OBBLIGAZIONI = X AZIONI : 8.000.000 OBBLIGAZIONI

$$X = 6.400.000$$

Se il rapporto tra azioni ed obbligazioni fossa stato dispari (ad esempio 4/5) la proporzione sarebbe stata impostata per tentativi essendo necessario il risultato in numeri interi.

1.5. DEPOSITO DI ATTI

Il deposito di atti è esplicitato nell'art. 2501-*septies* c.c. che recita: “*Devono restare depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime, e finchè la fusione sia decisa:*

1)il progetto di fusione con le relazioni indicate negli articoli 2501-quinquies e 2501-sexies;

2)i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e il controllo contabile;

3)le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione redatte a norma dell'articolo 2501-quater.

I soci hanno diritto di prendere visione di questi documenti e di ottenerne gratuitamente copia.

Il progetto di fusione, unitamente alla Relazione ex art. 2501-*quinquies* c.c., alla situazione patrimoniale ex art. 2501-*quater* c.c., ai bilanci delle società partecipanti alla fusione e (ove occorrenti) alle relazioni previste dall'art. 2501-*sexies* c.c., devono essere depositati presso la sede della società, oppure

pubblicati sul sito Internet della società. La pubblicazione del progetto sul sito Internet della società rende facoltativa l'iscrizione al registro delle imprese.

I soci possono prendere visione dei documenti e averne gratuitamente una copia.

Ai sensi dell'art. 2501-*ter*, comma 4 c.c., tra l'iscrizione del Progetto nel Registro delle imprese o la sua pubblicazione sul sito internet della società e la data fissata per la decisione dei soci in ordine alla fusione devono trascorrere almeno 30 giorni. Ai sensi dell'art. 2501-*septies*, comma 1 c.c., tra il deposito presso la sede sociale del progetto di fusione e la data fissata per la decisione dei soci in ordine alla fusione devono trascorrere almeno 30 giorni.

Il termine dei 30 giorni è dimezzato se non vi sono società con capitale diviso in azioni. Il rispetto dei termini per il deposito nella sede sociale della documentazione prevista deve constare dal verbale di delibera assembleare di fusione o attestato da amministratori e sindaci.

Ai sensi dell'art. 2505-*quater*, c.c., i predetti termini sono ridotti alla metà se alla fusione non partecipano società con capitale rappresentato da azioni. I soci, con decisione unanime, possono liberamente disporre dei predetti termini scegliendo di rinunciarvi.

Il detto termine è riconosciuto come garanzia posta ad esclusiva tutela delle esigenze conoscitive dei soci e non dei creditori e dei terzi: per tale motivo il legislatore consente ai soci di rinunciarvi purché la stessa [rinuncia] abbia luogo all'unanimità.

Se il 100% del Capitale Sociale della società rinuncia espressamente al tempo di attesa (30 o 15 giorni secondo il tipo di società) l'assemblea dei soci può tenersi, in linea di principio, lo stesso giorno in cui avviene l'iscrizione del Progetto di Fusione nel Registro delle Imprese, nonché del deposito presso la sede sociale del Progetto stesso e della documentazione ad esso correlata. Le società con azioni quotate in Borsa devono inviare alla CONSOB la proposta di fusione con l'apposita relazione degli amministratori.

1.6. DELIBERE IN MERITO ALLA FUSIONE

L'iter giuridico relativo alla deliberazione di un'operazione di fusione è disciplinato dagli articoli 2502 e l'art. 2502-bis c.c. .

L'art. 2502 c.c. recita *“La fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto. Se l'atto costitutivo o lo statuto non dispongono diversamente, tale approvazione avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, salva la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione e, nelle società di capitali, secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto.*

La decisione di fusione può apportare al progetto di cui all'art. 2501-ter c.c. solo le modifiche che non incidono sui diritti dei soci o dei terzi.

L'art. 2502-bis c.c. prevede che: *“La deliberazione di fusione delle società previste nei capi V, VI e VII deve essere depositata per l'iscrizione nel regi-*

stro delle imprese, insieme con i documenti indicati nell'articolo 2501-septies.

Si applica l'articolo 2436.

La decisione di fusione delle società previste nei capi II, III e IV deve essere depositata per l'iscrizione nell'ufficio del registro delle imprese, insieme con i documenti indicati nell'art. 2501-septies; il deposito va effettuato a norma dell'articolo 2436 se la società risultante dalla fusione o quella incorporante è regolata dai capi V, VI, VII.

Le società descritte al capo II sono le società semplici, quelle al capo III sono le società in nome collettivo (S.n.c.), quelle al capo IV sono le società in accomandita semplice (S.a.s.), quelle al capo V sono le società per azioni (S.p.A.), quelle al capo VI sono le società in accomandita per azioni (S.a.p.a.) ed infine quelle al capo VII sono le società a responsabilità limitata (S.r.l.). Ai sensi dell'art. 2502, comma 1 c.c., la fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto. Il comma 3 di questo articolo stabilisce che la decisione di fusione può apportare modifiche al progetto di cui all'art. 2501-ter cod. civ., ma solo nel limite di modifiche che non incidono sui diritti dei soci o dei terzi (modifiche formali).

La decisione di fusione:

- per le società di capitali è assunta in sede assembleare e deve constare da atto pubblico;
- per le società di persone è assunta al di fuori della costituzione formale

dell'assemblea e deve constare da atto pubblico in caso di incorporazione in società di capitali o da scrittura privata autenticata negli altri casi.

Per quanto riguarda i *quorum* assembleari necessari per l'adozione della decisione, l'art. 2502 c.c. stabilisce (fatti salvi maggiori *quorum* presenti nello Statuto) che:

- per le società di persone è necessario il consenso della maggioranza dei soci determinato secondo la percentuale di partecipazione agli utili;
- per le società di capitali è necessario il consenso di tanti soci che rappresentano la maggioranza del capitale sociale richiesta per le decisioni che comportano modifica dell'atto costitutivo o dello statuto.

Nei casi in cui un'operazione di fusione implichi al tempo stesso la trasformazione di una o più società partecipanti all'operazione, potrebbe verificarsi che, per effetto dell'operazione, uno o più soci di una società fusa o incorporata “perdano” il beneficio della responsabilità limitata, “acquisendo” il ruolo di soci illimitatamente responsabili per le obbligazioni sociali della risultante o incorporante (è il caso di una S.r.l. che viene incorporata da una S.n.c.).

In questo caso trova applicazione il disposto dell'art. 2500-*sexies* c.c., ai sensi del quale “è comunque richiesto il consenso dei soci che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata” e nell'ultimo comma specifica “i soci che con la trasformazione assumono responsabilità illimitata rispondono illimitatamente anche per le obbligazioni sociali sorte anteriormente alla trasformazione”.

L'art. 2260 c.c. prevede che “*chi entra a far parte di una società [di persone] già costituita risponde con gli altri soci per le obbligazioni sociali anteriori all'acquisto della qualità di socio*”.

Da quanto detto è chiaro che l'assunzione della responsabilità illimitata per effetto della fusione interessa retroattivamente tutte le obbligazioni assunte dalla generalità delle società partecipanti all'operazione. Ai soci che non hanno acconsentito alla fusione può competere il diritto di recedere dalla società e questo diritto nelle società di persone e nelle S.r.l. Spetta anche se non espressamente previsto dall'atto costitutivo o dallo statuto della società.

Nelle S.p.A. la decisione che approva la fusione non attribuisce inderogabilmente al socio che non ha acconsentito alla fusione la facoltà di recedere, facoltà che può essere prevista da apposita clausola statutaria.

Al socio che non ha concorso all'approvazione della fusione, anche in assenza di norme statutarie, compete il diritto di recesso *ex lege*, nel caso in cui la fusione determini uno o più accadimenti che integrano un presupposto per l'esercizio del diritto di recesso (trasformazione della società, modifica oggetto sociale).

Ai sensi dell'art.2502-*bis* c.c., il verbale che riporta la decisione dei soci, di ciascuna società partecipante, di procedere alla fusione, deve essere depositato ed iscritto nel Registro delle Imprese.

L'art. 2436 c.c. stabilisce che il notaio che ha verbalizzato la decisione dei soci è tenuto a verificare l'adempimento delle condizioni stabilite dalla legge e, una volta fatto ciò, deve chiederne l'iscrizione della delibera nel Registro

delle Imprese entro 30 giorni dalla data della decisione. Il Registro delle Imprese, verificata la regolarità formale della documentazione iscrive la delibera nel Registro.

L'ufficio di Registro procederà ad un controllo di mera legittimità e cioè a un controllo finalizzato a verificare che il documento presentato è stato redatto in conformità all'art. 2501-ter c.c. (Progetto di fusione).

L'art. 2503 c.c. stabilisce che *“La fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art.2502-bis, salvo che consti il consenso dei creditori delle società che vi partecipano anteriori all'iscrizione prevista nel terzo comma dell'articolo 2502-ter, o il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso, ovvero il deposito delle somme corrispondenti presso una banca, salvo che la relazione di cui all'articolo 2501-sexies sia redatta, per tutte le società di partecipanti alla fusione, da un'unica società di revisione la quale osservi, sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dall'articolo 2501-sexies, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori.*

Se non ricorre alcuna di tali eccezioni, i creditori indicati al comma precedente possono, nel suddetto termine di sessanta giorni, fare opposizione.

Si applica in tal caso l'ultimo comma dell'articolo 2445.

Ai sensi dell'art. 2503 c.c., l'attuazione della fusione non può aver luogo prima che siano decorsi 60 giorni dalla data in cui è stata effettuata l'ultima delle iscrizioni previste dall'art.2502-bis cod. civ., ossia dalla data in cui risulta

essere stata iscritta, presso il Registro delle Imprese competente, la decisione di fusione dell'ultima società partecipante.

Nel corso dei predetti 60 giorni i creditori delle singole società partecipanti possono proporre opposizione alla fusione.

Ai sensi dell'art. 2505-*quater* c.c., se alla fusione non partecipano S.p.A. o S.a.p.a. o coop. per Azioni, il tempo di attesa di 60 giorni previsto dall'art. 2503 c.c. è ridotto a trenta giorni.

L'opposizione deve essere presentata da uno o più creditori sociali presso il Tribunale competente in base alla sede della società deliberante, che può disporre che la fusione abbia luogo, qualora ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori o qualora la società partecipante alla fusione, nei cui confronti è stata formulata opposizione, presti idonee garanzie.

L'obbligo di rispettare il termine dell'art. 2503 c.c. può essere superato quando consta il consenso dei creditori di ciascuna società partecipante alla fusione.

I creditori sociali di cui si necessita l'acquisizione del consenso sono esclusivamente quelli il cui diritto di credito è sorto anteriormente alla data in cui è stata effettuata l'iscrizione di cui all'art. 2501-*ter* c.c. nel Registro delle Imprese (iscrizione nel progetto di fusione).

Quando i creditori non danno il loro consenso il superamento del termine obbligatorio può essere ottenuto:

- con il pagamento dei creditori che non hanno concesso il consenso;
- depositando presso un istituto di credito una somma di denaro, corrispon-

dente all'ammontare dei crediti verso la società dei creditori che non hanno prestato il consenso, a garanzia del corretto adempimento.

Nel caso in cui per effetto della fusione uno o più soci di una delle società partecipanti all'operazione "perda" la propria posizione dominante di "socio illimitatamente responsabile" acquisendo quella di "socio a responsabilità limitata" la mancata opposizione dei creditori sociali alla fusione non libera automaticamente il socio dalla responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali sorte fino al momento in cui ha efficacia la fusione²⁹.

Per la liberazione è necessario il rispetto delle norme previste dall'art. 2500-*quinquies* cod. civ. in sede di trasformazione.

Per i crediti sorti successivamente alla suddetta iscrizione, non è consentito proporre opposizione, in quanto gli stessi avrebbero dovuto essere a conoscenza dell'operazione di fusione.

Per quanto riguarda le obbligazioni, l'art. 2503-*bis* stabilisce che: *"I possessori di obbligazioni possono fare opposizione a norma dell'articolo 2503, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti .*

*Ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data facoltà, mediante avviso da pubblicarsi nella **Gazzetta Ufficiale** della Repubblica italiana almeno novanta giorni prima della iscrizione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.*

Ai possessori di obbligazioni convertibili che non abbiano esercitato la facoltà di conversione devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro

²⁹ S.Cacchi Pessani, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out: l'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano 2007

spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia stata approvata dall'assemblea prevista dall'articolo 2415”.

Nel caso in cui una o più società partecipanti alla fusione abbia emesso obbligazioni ai possessori dei titoli obbligazionari viene riconosciuta dall'art. 2503-bis, comma 1, c.c., una forma di tutela simile a quella stabilita dall'art. 2503 cod. civ. per i creditori sociali.

Ciascun obbligazionista può fare opposizione alla fusione deliberata dai soci della società; tale possibilità è preclusa per gli obbligazionisti qualora la fusione sia stata approvata dall'assemblea che li rappresenta (assemblea degli obbligazionisti).

1.7 ATTO DI FUSIONE

L'art. 2504 c.c. che norma l'atto di fusione stabilisce che: *“La fusione deve risultare da atto pubblico.*

L'atto di fusione 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.

Il deposito relativo alla società risultante dalla fusione o di quella incorporante non può precedere quelli relativi alle altre società partecipanti alla fusione”.

L'atto di fusione è il documento finale dell'operazione di fusione per incor-

porazione e deve essere redatto decorsi 60 giorni dall'ultima delle iscrizioni nel Registro delle Imprese delle deliberazioni di fusioni. Tale termine non è tassativo in quanto, come precedentemente accennato, è possibile anticipare il termine in presenza di specifiche garanzie a favore dei creditori sociali.

Ai sensi dell'art. 2436 c.c. il notaio è tenuto anche a verificare tutte le condizioni stabilite dalla legge comprese le modifiche attuate nello statuto o atto della società incorporante (controllo sostanziale).

Il notaio o gli amministratori della società incorporante devono, entro 30 giorni, depositare l'atto di fusione negli Uffici del Registro delle Imprese competente in base alla sede sociale delle società partecipanti alla fusione per incorporazione. Al riguardo è da rilevare che il deposito dell'atto di fusione della società incorporante deve avvenire successivamente a quello delle società incorporate, in quanto gli effetti della fusione decorrono dalla data in cui viene effettuata l'ultima iscrizione al Registro delle Imprese (art. 2504-*bis* c.c.).

Dall'ultimo deposito decorrono gli effetti della fusione e, pertanto, a partire da tale data, le società incorporate si estinguono e i loro diritti e obblighi sono assunti dalla società incorporante.

Una volta ottenuta l'iscrizione dell'atto di fusione non è più possibile pronunciare l'invalidità o procedere ad un'azione di tipo revocatorio, salvo il diritto al risarcimento del danno spettante ai partecipanti delle società incorporate e ai terzi danneggiati dalla fusione³⁰.

Ai sensi dell'art. 2504-*bis*, comma 2, cod. civ. la fusione ha effetto in corri-

³⁰ P.Ruggeri, *L'irreversibilità della fusione societaria*, CEDAM 2012

spondenza della data in cui è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504 c.c.

Può tuttavia:

- essere stabilita una data di efficacia successiva [posticipazione degli effetti della fusione] nel caso di fusione per incorporazione;
- essere stabilita una data di efficacia anteriore (retrodatazione degli effetti della fusione) seppur limitatamente agli effetti ai fini delle imposte dirette e degli effetti contabili e di partecipazione agli utili.

La posticipazione degli effetti della fusione viene prevista solo nel caso di fusione per incorporazione.

La *ratio* di tale scelta risiede nel fatto che il legislatore non può consentire la nascita di una nuova società (caso di “fusione propria”) rinviando ad un momento successivo l'assunzione del suo patrimonio.

La norma consente di anticipare gli effetti della fusione rispetto alla naturale decorrenza, senza porre discriminazioni in base alla tipologia di fusione posta in essere (fusione propria o per incorporazione).

Non sono retrodatabili gli effetti della fusione per quanto riguarda i “rapporti esterni”, ossia i rapporti con i terzi.

L'unica deroga a tale principio di non retrodatabilità è costituito dall'ambito fiscale in quanto espressamente consentito dall'art.172, comma 9, TUIR.

Gli aspetti per i quali è prevista la possibilità di retrodatazione sono:

- il momento a decorrere dalla quale le azioni o quote della società risultante o incorporante partecipano agli utili delle società fuse o incorporate e vice-

versa (artt. 2504-*bis*, c.4; 2501-*ter*, n.5, c.c.);

- il momento a decorrere dal quale le operazioni delle società fuse o incorporate sono imputate al bilancio della società risultante o incorporante (artt. 2504-*bis*, c.4; 2501-*ter*, n. 6, cod.civ.);

- il momento a decorrere dal quale le operazioni delle società fuse o incorporate concorrono a formare il reddito imponibile della società risultante o incorporante (art. 172, comma 9, TUIR)³¹.

I tre distinti ambiti di effetti retrodatabili devono considerarsi inscindibilmente legati tra loro.

La retrodatazione degli effetti contabili della fusione (art. 2501-*ter*, n. 6, c.c.) deve intendersi inscindibilmente legata alla facoltà di retrodatazione degli effetti di partecipazione agli utili (artt. 2504-*bis*, c.4. e 2501-*ter*, n. 5, c.c.), nonché alla facoltà di retrodatazione degli effetti fiscali ai sensi dell'art. 172, comma 9, TUIR.

³¹ G. Coltraro, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè 2013.

CAPITOLO 2

ASPETTI CONTABILI DELLA FUSIONE

2.1. INTRODUZIONE

La rappresentazione contabile delle fusioni societarie e, cioè, l'insieme delle rilevazioni contabili ed extra-contabili dirette a realizzarla, ha un'importanza fondamentale nell'ambito dell'*iter* tecnico-contabile del procedimento di fusione.

Dopo l'iscrizione nel Registro delle Imprese la società incorporante procederà, contabilmente, all'unificazione dei conti, anche se è possibile retrodatare gli effetti contabili e fiscali della fusione (art. 2504-*bis* c.c. e art. 172, comma 9 del TUIR).

Al riguardo è opportuno precisare gli effetti nel caso di:

- coincidenza tra effetto giuridico ed effetto contabile, nella quale l'utile o la perdita della società incorporata, maturato nel periodo intercorso tra l'inizio dell'esercizio e la data di fusione, mantiene la propria autonomia e, pertanto, alla data di effetto della fusione i saldi patrimoniali della società incorporata devono essere trasferiti nella contabilità della società incorporante con la redazione della situazione economica patrimoniale della stessa incorporata, effettuando le scritture di rettifiche e assestamento al fine di determinare il risultato di periodo;
- retrodatazione contabile all'inizio dell'esercizio della società incorporata, nella quale l'utile o la perdita dell'incorporata, maturata nel periodo intercor-

so tra l'inizio dell'esercizio e la data di fusione, deve essere imputato alla società incorporante. Da ciò deriva che, alla data di effetto giuridico della fusione, i saldi dei conti economici e patrimoniali della società incorporata devono essere trasferiti nella contabilità dell'incorporante e deve essere redatto un bilancio di verifica senza le scritture di assestamento e di rettifica e senza la determinazione dell'utile del periodo.

La rappresentazione contabile della fusione investe la sostanza dell'operazione e, in particolare, essa comporta nella società incorporante le seguenti rilevazioni sistematiche:

a) variazioni del capitale sociale nel caso di:

- annullamento delle azioni o quote delle società fuse o incorporate;
- aumento del capitale sociale della società risultante ogniqualvolta le azioni o quote delle società fuse o incorporate sono detenute da soggetti diversi dall'incorporante a meno che la società incorporante non possieda già la totalità delle azioni o quote della società incorporata o che le società partecipanti alla fusione abbiano la medesima compagine;
- attribuzione ai soci delle società fuse o incorporate, in sostituzione delle azioni o quote annullate, di azioni o quote della risultante o dell'incorporante;

b) rilevazione delle attività e delle passività delle società incorporate, alla data di riferimento degli effetti contabili e fiscali della fusione;

c) avanzi e disavanzi da concambio che si realizzano quando:

- il Capitale Sociale della società risultante e il Patrimonio Netto delle so-

cietà fuse non sono corrispondenti;

- l'aumento del Capitale Sociale effettuato dall'incorporante al servizio dei soci terzi e la quota del Patrimonio Netto dell'incorporata di pertinenza dei terzi non sono corrispondenti.

Essi sono, quindi, determinati dal confronto tra:

- il Capitale Sociale della società risultante dalla fusione con il Patrimonio Netto della società fusa;

- l'aumento del Capitale Sociale della società incorporante e la quota del Patrimonio Netto della società incorporata proprietà di terzi.

In particolare si realizza un disavanzo da concambio quando il rapporto tra il valore effettivo dell'incorporante e il valore effettivo dell'incorporata è minore del rapporto tra il valore contabile dell'incorporante e il valore contabile dell'incorporata, diversamente si realizza un avanzo da concambio quando il rapporto tra il valore effettivo dell'incorporante e il valore effettivo dell'incorporata è maggiore rispetto al rapporto tra il valore contabile dell'incorporante e il valore contabile dell'incorporata.

Nella misura in cui non risulti attribuibile al disavanzo da concambio uno specifico significato economico, lo stesso deve essere eliminato con apposita riduzione del Patrimonio Netto Contabile post-fusione mediante compensazione del disavanzo con una o più voci disponibili del Patrimonio Netto oppure, nella misura in cui non risulti esperibile la predetta compensazione, mediante iscrizione del disavanzo nel Patrimonio Netto, ovviamente con segno negativo.

In tutti i casi in cui si manifesta, l'avanzo da concambio deve essere iscritto in un'apposita voce del Patrimonio Netto della società incorporante.

Come noto sia nel caso di fusione propria, sia nel caso di fusione per incorporazione l'attribuzione delle azioni deve avvenire sulla base del rapporto di concambio ovvero dal raffronto dei valori economici delle società partecipanti.

Il rapporto di concambio esprime il numero di azioni della società incorporante o risultante dalla fusione che devono essere assegnate ai soci delle società fuse o incorporate per ogni azione da questi possedute nelle società fuse o incorporate.

In termini matematici il rapporto di concambio si ottiene dal rapporto tra il numero delle azioni dell'incorporante da assegnare ai soci dell'incorporata e il numero delle azioni possedute dai soci dell'incorporata e per la sua determinazione occorre confrontare il valore reale delle due società;

d) avanzi e disavanzi da annullamento che si originano quando non vi è corrispondenza tra il valore della partecipazione detenuta nell'incorporata o fusa (annullata per la fusione) e la corrispondente quota del Patrimonio Netto della società incorporata o fusa e sorgono nelle fusioni dove l'incorporante detiene partecipazioni nelle società incorporate.

Il disavanzo è pari alla differenza negativa tra il valore del Patrimonio Netto dell'incorporata ed il valore della partecipazione detenuta e rappresenta il maggior valore riconosciuto in seguito all'acquisto della partecipazione.

Questo maggior valore può derivare da:

- plusvalenze su beni aziendali;
- avviamento;
- cattivo affare dell'incorporante in sede di acquisizione della partecipazione.

Nella misura in cui esso rappresenta l'esteriorizzazione, nella contabilità dell'incorporante, dell'avviamento e dei plusvalori latenti nei singoli elementi patrimoniali dell'incorporata, il disavanzo da annullamento va imputato nell'attivo dello Stato Patrimoniale dell'incorporante:

- ad incremento del valore contabile dei singoli elementi patrimoniali dell'incorporata cui afferiscono i plusvalori latenti "esteriorizzati" dal disavanzo;
- e, per la differenza, ad avviamento (nel rispetto di quanto previsto dal numero 6 dell'art. 2426 c.c.).

Nella misura in cui esso non risulta riconducibile all'avviamento o a plusvalori latenti nei singoli elementi patrimoniali dell'incorporata, il disavanzo da annullamento va imputato tra i componenti negativi di Conto Economico dell'incorporante, a meno che se ne ritenga più corretta l'eliminazione con apposita riduzione del Patrimonio Netto Contabile post-fusione mediante compensazione del disavanzo con una o più voci disponibili del Patrimonio Netto, oppure, nella misura in cui non risulti esperibile la predetta compensazione, mediante l'iscrizione del disavanzo nel Patrimonio Netto, ovviamente con segno negativo.

Nella misura in cui esso rappresenta l'esteriorizzazione dell'accrescimento

patrimoniale derivante dal “buon affare” realizzato dall’incorporante in sede di acquisizione della partecipazione, l’avanzo da annullamento va imputato ad apposita riserva del Patrimonio Netto dell’incorporante.

L’avanzo da annullamento è pari alla differenza positiva tra il valore del Patrimonio Netto della partecipata ed il valore della partecipazione detenuta, e rappresenta il fatto che l’incorporante ha fatto un buon affare nell’acquisto della partecipazione ovvero rappresenta una sopravvalutazione delle attività dell’incorporata e/o una sottovalutazione delle passività. È necessario identificare le cause che hanno determinato il maggiore o minore valore della partecipazione rispetto al suo valore effettivo, l’avanzo da annullamento va imputato:

- a decremento del valore contabile dei singoli elementi patrimoniali dell’incorporata cui afferiscono i minusvalori latenti “esteriorizzati” dall’avanzo;
- e, per la differenza, nel passivo dello Stato Patrimoniale dell’incorporante, tra i fondi svalutazione o i fondi rischi.

Nella misura in cui esso rappresenta l’esteriorizzazione, nella contabilità dell’incorporante, del *surplus* di plusvalori latenti dell’incorporata, il disavanzo da concambio va imputato nell’attivo dello Stato Patrimoniale dell’incorporante:

- ad incremento del valore contabile dei singoli elementi patrimoniali dell’incorporata cui afferiscono i plusvalori latenti “esteriorizzati” dal disavanzo;
- e, per la differenza, ad avviamento (nel rispetto di quanto previsto dal n. 6

dell'art. 2426 c.c.);

e) rilevazione delle differenze di fusione alla data di decorrenza contabile e fiscale della fusione;

f) rilevazione dei fatti di gestione delle società incorporate, successivi alla data di decorrenza degli effetti fiscali della fusione, al fine della formazione del bilancio annuale post-fusione;

g) ricostruzione dei fondi in sospensione d'imposta, già indicati nella contabilità delle società incorporate.

Per quanto sopra evidenziato e considerato le varie fattispecie di scritture in partita doppia dirette all'integrazione contabile delle società da fondere, esse sono di fondamentale importanza per la formazione del capitale sociale e del reddito post-fusione³².

Con riferimento, in particolare, alle società partecipanti alla fusione per incorporazione esse, come precedentemente accennato, devono inizialmente predisporre la situazione patrimoniale con l'osservanza delle norme sul bilancio d'esercizio. E' però possibile derogare tale fattispecie prendendo in considerazione il bilancio di esercizio chiuso non oltre i sei mesi prima del deposito del progetto di fusione.

L'art. 2504-bis c.c. (*Effetti della fusione*), prevede che la società incorporante deve iscrivere le attività e le passività provenienti dalle società incorporate sulla base dei valori risultanti dalle situazioni contabili di chiusura delle società medesime secondo il principio della continuità dei valori.

Le attività e passività prese in carico dalla società incorporante possono de-

³² V.Palea,*Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, Giappichelli 2001

terminare in capo alla stessa delle “differenze contabili” cosiddetti avanzi e disavanzi di fusione.

Tali differenze di fusione sono originate dalla divergenza tra Patrimonio Netto contabile delle società incorporate e il valore dell'aumento del Capitale Sociale dell'incorporante o del valore di carico delle partecipazioni detenute dall'incorporante nelle incorporate.

In particolare, nella fusione per incorporazione con partecipazione totalitaria o senza concambio, emerge un disavanzo di fusione (c.d. da annullamento) quando il valore di carico della partecipazione è superiore rispetto al Patrimonio Netto contabile della società incorporata.

Si ha, invece, avanzo di fusione (c.d. da annullamento) quando il valore di carico della partecipazione è inferiore rispetto al Patrimonio Netto contabile della società incorporata.

Nella fusione con concambio si ha il disavanzo da concambio quando l'aumento del Capitale Sociale dell'incorporante è superiore rispetto al Patrimonio Netto contabile della società incorporata.

Nella fusione per incorporazione con partecipazione non totalitaria, l'importo dell'aumento del capitale sociale va confrontato con la quota del Patrimonio Netto di pertinenza dei soci terzi, mentre il valore della partecipazione va confrontato con la quota di Patrimonio Netto che essa rappresenta in quanto si può avere differenza da concambio e da annullamento anche di segno diverso.

In sintesi, nel bilancio della società incorporante, il disavanzo di fusione o

da annullamento può essere riportato:

- ad incremento delle attività;
- a diminuzione delle passività;
- ad avviamento (se esistente);
- a componente negativo del Conto Economico;

mentre l'avanzo di fusione può essere riportato:

- a diminuzione delle attività;
- a rivalutazione delle passività;
- a riserva di Patrimonio Netto
- ad avviamento (se esistente) negativo³³.

2.2. Il trattamento contabile del disavanzo di fusione o di annullamento nel caso di detenzione della società incorporante di quote o azioni al 100% della incorporata

Il disavanzo di fusione da annullamento deriva dal maggior valore riconosciuto alla partecipazione nella società incorporata al momento del suo acquisto, rispetto al suo effettivo valore contabile.

Di seguito viene esposto un esempio nel caso in cui la società incorporante (A) controlla l'incorporata (B) al 100%. In tal caso non vi è alcun cambio di azioni o quote, pertanto la società incorporante si limiterà ad annullare la propria partecipazione sostituendola con le attività e le passività della società incorporanda. Tale fattispecie genera un disavanzo di fusione da annullamento.

³³ R. Antifora, *La fusione delle società. Lineamenti civilistici, contabili e fiscali*, Sistemi Editoriali 2010.

Società (A) ante fusione – Situazione patrimoniale

Partecipazioni in B	4.000	Capitale Sociale	3.000
Terreno	800	Riserve	200
Altre attività	1.200	Passività	2.800
<u>Totale</u>	6.000	<u>Totale</u>	6.000

Società (B) ante fusione – Situazione patrimoniale

Fabbricati	2.000	Capitale Sociale	600
Altre attività	3.000	Riserve	2.400
		Passività	2.000
<u>Totale</u>	5.000	<u>Totale</u>	5.000

In tale caso il disavanzo di fusione della società (A) rispetto alla società (B) è di 1.000 €.

Il calcolo: 4.000 (partecipazione di (A) in (B)) **meno** Patrimonio netto di (B) 3.000 (Capitale sociale 600 + Riserve 2.400) = 1.000 €.

Il suddetto disavanzo verrà imputato in parte ai beni di B trasferiti ad A e, per il resto, all'avviamento in quanto si sono verificate tutte le condizioni di cui all'articolo 2426, comma 6 c.c.; pertanto la situazione patrimoniale della società incorporante risulterà la seguente:

Società A post fusione – Situazione patrimoniale

Terreno	800	Capitale sociale	3.000
Fabbricati (+200)	2.200	Riserve	200
Altro attivo	4.200	Passività	4.800
Avviamento (+800)	800		
<u>Totale</u>	8.000	<u>Totale</u>	8.000

Il disavanzo da annullamento di 1.000 € è stato imputato alla voce Fabbricati per 200 € e alla voce Avviamento per 800 €.

Nel caso in cui il disavanzo derivasse da un cattivo affare, allora esso deve essere eliminato portandolo a riduzione del Patrimonio netto post fusione compensandolo con riserve disponibili e, ove non possibile, imputandolo tra i Costi del Conto Economico.

2.3. Il trattamento contabile dell'avanzo da fusione o da annullamento nel caso di possesso della società incorporante del 100% delle quote o azioni societarie dell'incorporata

L'avanzo da annullamento deriva dal minor valore riconosciuto alla società incorporata al momento del suo acquisto rispetto al suo effettivo valore contabile.

Ad esempio:

Società A ante fusione – Situazione patrimoniale

Partecipazione in B	6.000	Capitale sociale	3.400
Immobili	1.600	Riserve	3.000
Impianti	2.400	Passività	3.600
<u>Totale</u>	10.000	<u>Totale</u>	10.000

Società B ante fusione – Situazione patrimoniale

Fabbricati	2.800	Capitale sociale	2.800
Terreni	1.400	Riserve	3.600
Impianti	3.000	Passività	800
<u>Totale</u>	7.200	<u>Totale</u>	7.200

L'avanzo da annullamento, pari a 400 € [6.000 – (2.800+3.600)] viene imputato ad una Riserva di Patrimonio netto denominata **Riserva Avanzo di fusione**.

Società A post fusione – Situazione patrimoniale

Immobili	1.600	Capitale sociale	3.400
Impianti	5.400	Riserve	3.000
Fabbricati	2.800	<u>Ris. Avanzo di fusione</u>	400
Terreni	1.400	Passività	2.200
<u>Totale</u>	11.200	<u>Totale</u>	11.200

Il suddetto avanzo di fusione da annullamento deriva dall'acquisto della partecipazione a un costo inferiore rispetto al Patrimonio Netto contabile dell'azienda acquisita; in genere trattasi di un acquisto a condizioni economiche vantaggiose.

E' da precisare che nel caso in cui l'acquisto della partecipazione ad un costo inferiore rispetto al patrimonio netto contabile deriva dall'esistenza di minusvalori latenti o di un avviamento negativo allora l'avanzo di annullamento va imputato in una voce dello Stato patrimoniale ad esempio denominata "Fondo per rischi ed oneri da fusione".

2.4. Il trattamento contabile della fusione per incorporazione nella quale l'incorporante non detiene partecipazioni nell'incorporata

In tale caso la società incorporante deve redigere le scritture dirette alla rilevazione dell'aumento del capitale sociale per rilevare le attività e le passività della società da incorporare. Tali scritture vengono effettuate in base agli stessi valori contabili rilevati nella contabilità dell'incorporata.

La rilevazione delle suddette operazioni i base a valori contabili o nominali fanno sorgere le differenze di fusioni derivanti dal confronto tra l'aumento di Capitale Sociale della società incorporante ed il Capitale della società incorporata. Tali differenze possono essere positive o negative rispettivamente nel caso in cui l'aumento del Capitale Sociale sia maggiore o minore del Capitale Sociale della società incorporata. Ciò deriva dal fatto che la valutazione del rapporto di cambio avviene in base ai valori economici, mentre la rile-

vazione delle operazioni di fusione avviene in base ai valori fiscali.

La ripresa delle attività e delle passività della società incorporata si intende effettuata a valori economici quando le stesse attività e passività sono riportate nella contabilità dell'incorporante in base ai valori attribuiti alle medesime in sede di fusione, ai fini della determinazione del rapporto di cambio. In questa ipotesi non sorgono differenze di fusione, in quanto i due termini di cui sopra, dal cui confronto le stesse differenze scaturiscono, coincidono.

2.5. CASI PRATICI DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE

Si riporta il caso pratico di fusione per incorporazione della società BETA nella società ALFA

IPOTESI

Società A Capitale Sociale di € 800.000 diviso in n. 300.000 azioni del valore nominale di € 2,00

Valore economico (W) di ALFA € 800.000

Società B Capitale Sociale di € 250.000 diviso in n. 100.000 azioni del valore nominale di € 2,00

Valore economico (W) di BETA € 450.000

Caso A: La società incorporante ALFA non detiene partecipazioni della società incorporata BETA

La società incorporante dovrà aumentare il proprio Capitale Società, in corri-

spondenza delle azioni da dare ai soci della società incorporata e le azioni da emettere dovranno essere commisurate ai valori economici di Alfa e Beta, quindi

Valore Economico Alfa : Numero Azioni Alfa = Valore economico Beta : Numero azioni da dare ai soci di Beta

↓

800.000 : 300.000 = 450.000 : Numero azioni da dare ai soci di Beta

$$X = \frac{300.000 \times 450.000}{800.000} = 168.750$$

La società Alfa, in assenza di partecipazioni, dovrà emettere n. 168.750 azioni.

Dovendo emettere n. 168.750 nuove azioni la società Alfa dovrà aumentare il proprio Capitale Sociale di € 337.500 (n. 168.750 azioni da emettere per € 2,00 valore nominale di ogni azione).

SCRITTURE CONTABILI

1° scrittura

La società incorporante ALFA rileva nella propria contabilità tutte le attività e le passività della società incorporata agli stessi valori contabili risultanti nella contabilità della società BETA.

La differenza viene appostata nel conto transitorio **SOCIETÀ BETA C/FUSIONE**

Impianti	540.000	
Macchinari	460.000	
Merci	120.000	
.....	180.000	
.....	680.000	
Denaro in cassa	20.000	
F.do amm.to Impianti		290.000
F.do amm.to Macchinari		230.000
.....		200.000
.....		330.000
Debiti v/fornitori		500.000
Società Beta c/fusione		450.000
Totale giornale	1.000.000	1.000.000

da cui il mastro

Società Beta c/fusione

450.000

2° scrittura

La società incorporante ALFA rileva l'aumento del Capitale Sociale di € 337.500 addebitando il conto **Società Beta c/fusione**.

Le eventuali differenze contabili determineranno:

- se negative *Avanzo di fusione*
- se positive *Disavanzo di fusione*

Società Base c/fusione	450.000	
Avanzo di fusione		112.500
Capitale Sociale		337.500
.....		

Capitale Sociale

337.500

Avanzo da fusione

112.500

Società Beta c/fusione

450.000

Se il saldo del conto “Società Beta c/fusione” fosse stato di 250.000 €, ci saremmo trovati di fronte ad un “disavanzo di fusione” e la scrittura sarebbe stata:

Società Beta c/fusione	250.000	
Disavanzo di fusione	87.500	
Capitale Sociale		337.500
.....		

Caso B: Partecipazione totalitaria (società partecipata al 100%)

In questa seconda ipotesi la società incorporante Alfa non deve aumentare il Capitale Sociale, in quanto è in possesso di tutte le azioni della società Beta. La società incorporante Alfa si limiterà a rilevare l'assorbimento del patrimonio della Beta.

Impianti	540.000	
Macchinari	460.000	
Merci	120.000	
.....	180.000	
.....	780.000	
Denaro in cassa	20.000	
F.do amm.to Impianti		290.000
F.do amm.to Macchinari		230.000
.....		200.000
.....		330.000
Debiti v/fornitori		500.000
Società Beta c/fusione		450.000
Totale generale	1.000.000	1.000.000

e poi:

- se la partecipazione è iscritta in contabilità per un importo minore del valore netto contabile delle attività e passività dell'incorporata (saldo del conto **Società Beta c/fusione**) ad esempio € 300.000 si avrà:

Società Beta c/fusione	450.000	
Partecipazioni		300.000
Avanzo di fusione		150.000

- se la partecipazione è stata iscritta in contabilità per un importo maggiore del valore netto contabile delle attività e passività della società incorporata (saldo del conto **Società Beta c/fusione**) ad esempio € **560.000** si avrà:

.....		
Disavanzo di fusione	110.000	
Società Beta c/fusione	450.000	
Partecipazioni		560.000

Caso C: Partecipazione non totalitaria (società Beta partecipata, ad esempio, al 55%)

In questo caso si determina preliminarmente il numero delle azioni teoriche da emettere come se non ci fosse alcuna partecipazione e ipotizzando che il risultato sia di **n. 168.750** da emettere con un aumento di Capitale Sociale di € **337.500** (n. 168.750 azioni da emettere x 2,00 € e valore nominale di ogni azione).

Per la quota di partecipazione di Beta posseduta da Alfa (55%) non bisogna effettuare nessun aumento di Capitale Sociale, mentre per il restante 45% delle azioni che sono in mano a terzi si devono emettere nuove azioni con il conseguente aumento di Capitale Sociale, quindi il numero delle azioni effettive da emettere è di **n. 75.937,5** che si arrotonda (per eccesso) a **n. 75.938** e a fronte di questo numero di azioni si deve aumentare il Capitale Sociale di € **115.876**.

Per quanto riguarda le scritture contabili nel caso in cui la Società Alfa S.p.A. abbia una partecipazione, iscritta nella propria contabilità per € **300.000**, del 55%, nella Società Beta S.p.A., la Società incorporante Alfa rileva sul proprio “libro giornale” tutte le stesse attività e passività della Società incorporata agli stessi valori risultanti sul “libro giornale” della Società Beta e per la differenza accredita il conto ***Società Beta c/fusione***.

Impianti	540.000	
Macchinari	460.000	
Merci	120.000	
.....	180.000	
.....	680.000	
Denaro in cassa	20.000	
F.do amm.to Impianti		290.000
F.do amm.to Macchinari		230.000
.....		200.000
.....		330.000
Debiti v/fornitori		500.000
Società Beta c/fusione		450.000
Totale giornale	1.000.000	1.000.000

Società Beta c/fusione	450.000	
Disavanzo da fusione	52.500	
Capitale Sociale		151.876
Avanzo di fusione		52.624
Partecipazione		300.000
Totale giornale	502.500	502.500

Se la partecipazione fosse stata iscritta nella contabilità della Società Alfa per € **230.000** la scrittura sarebbe stata:

Società Beta c/fusione	450.000	
Partecipazioni		230.000
Capitale Sociale		151.876
Avanzo di fusione		50.624
Avanzo di fusione		17.500
Totale giornale	450.000	450.000

CAPITOLO 3

GLI ASPETTI FISCALI DELLA FUSIONE

3.1. LA TASSAZIONE DELL'OPERAZIONE DI FUSIONE

La fusione è considerata un'operazione fiscalmente neutra, cioè non suscettibile di generare componenti positivi o negativi di reddito in capo alla società incorporante o risultante dell'operazione.

Nel patrimonio della società fusa o incorporata possono rilevarsi plusvalenze o minusvalenze per quei beni il cui valore reale è diverso da quello contabile, per l'effetto della fusione, tuttavia, esse non rilevano ai fini della tassazione. In particolare, l'art.172 del TUIR stabilisce che la fusione non dà luogo a realizzo o a distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei beni della società fusa, comprese quelle relative alle rimanenze o al valore di avviamento.

La fusione è fiscalmente neutra anche per differenze di fusione sia da cambio sia da annullamento; non si tiene conto dell'avanzo o del disavanzo conseguenti al rapporto di cambio delle azioni o quote, né di quelle conseguenti al loro annullamento.

La giustificazione di tale divieto risiede nel fatto che, per la disciplina fiscale, la fusione non determina l'emersione di perdite detraibili o di componenti positivi tassabili. Lo stesso articolo, consente alla società risultante dalla fusione o incorporante, il diritto di dedurre dal proprio reddito imponibile, le perdite delle altre società partecipanti dalla fusione, permettendo di ottenere

una diminuzione del reddito e della conseguente tassazione.

Il diritto al riporto a nuovo delle perdite subite dalla società incorporata, è in realtà limitato dal legislatore, con l'art. 84, comma 3 del TUIR, e la finalità è antielusiva; l'intento è impedire il commercio delle bare fiscali cioè l'attuazione di fusioni al solo scopo di permettere all'incorporante, con utili elevati, di utilizzare le perdite dell'incorporata ed ottenere un risparmio fiscale.

L'art. 172 TUIR pone tre limiti al riporto delle perdite. Il primo limite prevede che le perdite riportabili non possono essere superiori né al Patrimonio Netto della società incorporata né a quello dell'incorporante. Il secondo limite ha l'obiettivo di verificare che la società incorporata sia attiva, richiedendo che essa abbia avuto, nell'ultimo esercizio, costi per prestazioni di lavoro dipendente e ricavi non inferiori al 40% della media dei due esercizi precedenti. Il terzo limite si applica alle società che, prima di procedere all'incorporazione, abbiano svalutato la partecipazione nell'incorporata.

In materia di redditi d'impresa, i titoli azionari sono assimilati alle merci e, come per le merci, il loro valore fiscale può essere ridotto se il valore normale è inferiore. Per impedire all'incorporante di godere del doppio beneficio fiscale derivante dalla svalutazione dei titoli della società incorporata e dal riporto delle perdite, la legge vieta il riporto fino al raggiungimento dell'importo della svalutazione operata.

Nella realtà, però, tale restrizione ha avuto l'effetto di impedire anche operazioni di fusione con preminente valenza economica e non esclusivamente ai fini del risparmio tributario³⁴.

³⁴ G.Rebecca - M.Zanni, *Perdite fiscali. Guida operativa*, Il Sole 24 Ore, 2012

Il principio di neutralità è limitato dall'ex art.176 c.2 *ter* TUIR³⁵ laddove concede la possibilità, per la società incorporante o risultante dalla fusione, di affrancare i maggiori valori, dandogli prima rilevanza fiscale dietro l'esercizio di opzione con il pagamento di un'imposta sostitutiva a scaglioni.

L'affrancamento dà la possibilità di riallineare i valori, di portare il valore fiscale a quello civile eliminando il disallineamento, ma per fare questo bisogna pagare un'imposta sostitutiva sulla differenza.

La possibilità riguarda però solo alcuni beni: immobilizzazioni materiali ed immateriali (compreso l'avviamento), mentre non riguarda magazzino, titoli e partecipazioni ed inoltre possono essere sindacati dall'Amministrazione Finanziaria anche le cessioni dei crediti.

Per usufruire dell'affrancamento c'è un limite temporale di quattro anni e in caso di cessione di beni si perde il beneficio della ridotta aliquota da affrancamento.

ALIQUOTE AFFRANCAMENTO

SCAGLIONE	ALIQUOTE	IMPOSTA
FINO A 5.000.000	12%	600.000
DA 5.000.001 A 10.000.000	14%	700.000
OLTRE 10.000.000	16%	

La scelta se affrancare o meno è libera, nel senso che si può decidere se affrancare in tutto o in parte i valori. Vale quindi l'affrancamento parziale per categorie omogenee. Si deve valutare se l'affrancamento è conveniente

³⁵ Articolo riguardante "Regimi fiscali del soggetto conferente e del soggetto conferita rio" modificato dalla Legge del 24/12/2007 n. 244 art. 1

e quale può essere la storia fiscale della società nel tempo.

Ogni operazione di natura straordinaria deve essere esaminata al fine di valutare se la stessa possa divenire perseguibile dall'Amministrazione Finanziaria.

L'ex art. 37-*bis* D.P.R. 600/73³⁶ stabilisce che è consentito disconoscere i vantaggi tributari ottenuti mediante l'affrancamento qualora sia stato posto in essere senza valide ragioni economiche e sia diretto ad aggirare obblighi o divieti previsti dall'ordinamento tributario al fine di ottenere vantaggi.

Il professionista deve valutare se l'affrancamento oltre ad aspetti tecnici e fiscali ha dietro delle valide ragioni economiche e per questo è necessario acquisire prove e motivi in senso documentale.

Il Decreto Sviluppo, D.L. 83/2012, nel riformare la materia sulla gestione della ristrutturazione dei debiti, si è occupato anche della modifica della normativa tributaria, nel suo raccordo con la disciplina concorsuale.

Nello specifico, ha sostituito gli artt. 88 e 101 del TUIR, in materia di sopravvenienze attive da riduzione di debiti e di perdite su crediti da procedure concorsuali.

L'art. 33 del D.L. 83, al quarto comma, prevede che non si considerino sopravvenienze attive la riduzione dei debiti dell'impresa in sede di concordato fallimentare o preventivo, né in caso di accordo di ristrutturazione dei debiti omologati ovvero di un piano attestato di risanamento; nelle ultime due ipotesi, la sopravvenienza attiva non si rileva per la parte che eccede le perdite pregresse e di periodo.

³⁶ Articolo riguardante le "disposizioni antielusive" abrogato dall'art. 1, comma 2 decreto legislativo 5 agosto 2015 n. 218. Ai sensi del medesimo art. 1, comma 2 decreto legislativo n. 128/2005 le disposizioni che richiamano il presente articolo si intendono riferite all'art. 10-*bis* Legge 27 luglio 2000 n. 212, in quanto compatibili.

Il TUIR, all'art. 84, prevede la possibilità di riportare le perdite nei periodi successivi, in misura non superiore all'80% del reddito imponibile di ciascuno di essi e per l'intero importo che trova capienza in tale ammontare. Il limite dell'80% non rileva in caso di nuove attività produttive: per i primi tre periodi d'imposta, le perdite possono essere portate in riduzione del reddito complessivo dei periodi d'imposta successivi, per l'importo che trova capienza nel reddito imponibile.

Condizione per la deducibilità delle sopravvenienze attive è l'omologazione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti o l'iscrizione nel Registro delle Imprese del piano attestato di risanamento.

Con la modifica dell'art. 101 TUIR, inoltre, è stata prevista la deducibilità delle perdite su crediti, quando il debitore è assoggettato a procedura concorsuale quale fallimento, liquidazione coatta amministrativa, concordato preventivo o amministrazione straordinaria e anche in caso di accordo di ristrutturazione dei debiti omologato.³⁷

Dall'analisi della normativa del Decreto Sviluppo e le conseguenti modifiche alla normativa tributaria emerge il fatto che esso rende il concordato preventivo più conveniente della ristrutturazione attraverso accordi o piano attestato di risanamento, in termini di beneficio fiscale.

In primo luogo, perché le plusvalenze derivanti dalla cessione dei beni non sono imponibili, mentre lo sono integralmente quelle derivanti da ogni altra procedura alternativa al fallimento; ulteriormente, le sopravvenienze attive da riduzione dei debiti sono completamente escluse da imposizione, mentre

³⁷ Sul punto M. Bana, *Sopravvenienze parzialmente imponibili in caso di piani attestati e ristrutturazioni*, in Il quotidiano del commercialista, Rassegna stampa del 21 Giugno 2012

se generate da accordi o piani di risanamento, esse sono imponibili fino all'ammontare delle perdite fiscali ex art. 84³⁸.

La società che attua un concordato, inoltre, non rileva né sopravvenienze attive, né plusvalenze da cessione.

Infine, la disciplina dell'art. 84 non si applica al reddito d'impresa, cioè quello prodotto da società di persone o ditte individuali, data l'imputazione delle perdite per trasparenza e in proporzione ai soci; la società di persone, quindi, dovrà assoggettare integralmente ad imposizione le sopravvenienze attive derivanti da riduzione dei debiti.

L'art. 172, comma 4, del TUIR, stabilisce il subentro negli obblighi e nei diritti delle società fuse o incorporate da parte delle società risultanti dalla fusione o incorporanti dal momento in cui la fusione ha effetto e, cioè, dal momento dell'effettuazione dell'ultima iscrizione dell'atto di fusione nel Registro delle Imprese.

E' prevista un'eccezione per le fusioni per incorporazione, per le quali può essere stabilita una data successiva.

Pertanto, a norma di quanto sopra esposto, il periodo compreso tra l'inizio dell'esercizio e la data di effetto della fusione costituisce un autonomo periodo d'imposta per le società fuse o incorporate; per questo periodo dovrà essere presentata una dichiarazione dei redditi a cura della società risultante dalla fusione o incorporante, entro dieci mesi dalla data di effetto della fusione.

Il legislatore ha previsto la possibilità di retrodatare gli effetti fiscali della

³⁸ Sull'analisi degli effetti del Decreto Sviluppo; Gigliotti, *Decreto Sviluppo e ultime novità fiscali*, Fiscal Focus , 3 Dicembre 2012.

fusione, in linea con la normativa civilistica. L'atto di fusione, infatti, può disporre che ai fini contabili e delle imposte dirette gli effetti della fusione decorrano da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate (o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante).

Pertanto, se la data di chiusura dell'esercizio precedente la fusione è uguale per tutte le società partecipanti, l'utilizzo di tale facoltà non consente la formazione di alcun periodo di imposta frazionario per tali società; di conseguenza non sorge l'obbligo di redigere e presentare autonome dichiarazioni dei redditi, essendo tutte le operazioni delle società fuse o incorporate confluite nel Conto Economico della società risultante dalla fusione o incorporante.

In base al principio della neutralità fiscale la fusione è fiscalmente neutrale ai fini delle imposte sul reddito, esclusa dal campo di applicazione dell'IVA e soggetta alle imposte di registro in misura fissa.

3.2. DICHIARAZIONE IVA E RELATIVI VERSAMENTI

Per quanto riguarda l'IVA, l'articolo 2, comma 3, lett. f) del DPR 633/72 prevede che non si considerano cessioni i passaggi di beni *“in dipendenza di fusioni, scissioni, trasformazioni di società e di analoghe operazioni poste in essere da altri enti”*.

Si deve però precisare che il successivo art. 19-bis.2 contiene una regola mirata ad ostacolare operazioni elusive ai fini IVA. Questa disposizione, infatti

prevede la rettifica delle detrazioni IVA operate per i beni ammortizzabili nei quattro anni successivi al loro acquisto, nel caso in cui la variazione della percentuale di detrazione (pro-rata) sia superiore a dieci (10) punti percentuali³⁹.

Di conseguenza, per i beni ammortizzabili delle società fuse o incorporate, trasferiti a seguito della fusione, la disposizione relativa alla rettifica della detrazione IVA continua ad applicarsi in capo alla società incorporante, facendo riferimento alla data in cui i beni sono stati acquistati dalla società fusa o incorporata.

Gli aspetti operativi ai fini IVA si possono sintetizzare in:

1- variazione dati: la società risultante dalla fusione deve presentare, all'Agenzia delle Entrate competente, la dichiarazione di inizio attività (o di variazione dati in caso di società incorporante), indicando nell'apposito quadro la partita IVA delle società fuse o incorporate, mentre queste ultime non devono presentare nessuna variazione.

Questo adempimento deve essere effettuato entro trenta giorni dalla data di effetto dell'atto di fusione, vale a dire da quella in cui è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte per tale atto dall'art. 2504 c.c.;

2- utilizzo dei registri delle società fuse o incorporate in quanto possono essere mantenuti i seguenti registri vidimati dalla società fusa o incorporata: registro di conto lavorazione, registro di conto depositi e prestiti d'uso, registri delle fatture emesse, registri delle fatture di acquisto;

3- dichiarazione annuale: la società incorporante o risultante dalla fusione

³⁹ E.Zanetti, *La fusione delle società. Procedura ordinaria e semplificata. Aspetti contabili e rapporto di Cambio. Disciplina fiscale e profili elusivi. Formulario e check list degli adempimenti*, Il Sole 24 Ore 2006

deve presentare un'unica dichiarazione annuale riepilogativa di tutte le operazioni effettuate da ogni singolo soggetto fuso, applicando le seguenti modalità:

- compilare un unico frontespizio nel quale indicare i propri dati anagrafici e, nel quadro VH, i dati dei versamenti periodici;
- compilare un modulo per ciascuno dei soggetti partecipanti alla fusione; per questo è importante evidenziare che le operazioni effettuate dalle società fuse o incorporate nella frazione di mese o di trimestre anteriore alla data di effetto della fusione devono confluire tra le operazioni della società risultante dalla fusione o incorporante;

4- liquidazioni periodiche: a partire dalla liquidazione del periodo in corso alla data di effetto della fusione, la società risultante dalla fusione o incorporante deve far confluire nella propria liquidazione anche tutte le operazioni effettuate dalle società fuse o incorporate precedenti la fusione stessa. L'eventuale eccedenza a credito di una delle società partecipanti può essere detratta dalla società risultante dalla fusione o incorporante. Per effetto dell'operazione straordinaria, la periodicità dei versamenti non subiscono variazioni;

5- acconto: a seguito di intervento ministeriale è stato chiarito su quale soggetto incombe l'obbligo di pagamento dell'acconto.

Si distinguono:

- gli effetti della fusione tra il 1 gennaio e il 30 novembre per i mensili, oppure 1 gennaio e 30 settembre per i trimestrali: l'acconto non deve essere

versato dalle società fuse o incorporate, né dalle società risultanti dalla fusione; la società incorporante dovrà invece corrispondere l'acconto tenendo conto solamente dei propri dati contabili, ovvero con metodo previsionale, ma in questo caso devono essere prese in considerazione anche le operazioni delle società incorporate;

- effetti della fusione dal 1 dicembre per i mensili o dal 1 ottobre per i trimestrali, fino al 20 dicembre: la società risultante dalla fusione deve considerare i dati della liquidazione dell'anno precedente delle società fuse; allo stesso modo la società incorporante dovrà considerare le liquidazioni delle società incorporate; di conseguenza, in questo caso, dovrà essere effettuato un unico versamento;

- nel caso in cui la fusione abbia effetto dal 21 al 31 dicembre, le società fuse, incorporate ed incorporanti, devono provvedere autonomamente al versamento dell'acconto, ognuna in base ai propri dati contabili;

6- plafond per gli esportatori abituali: la società risultante dalla fusione o incorporante può subentrare nel diritto di acquistare in sospensione d'imposta, utilizzando il *plafond* costituito nell'ambito di una delle società partecipanti alla fusione, previa comunicazione alla competente Agenzia delle Entrate.

Naturalmente le società incorporate potranno anche presentare autonomamente la dichiarazione IVA prima del termine previsto e in tal caso l'incorporante non ha alcun obbligo.

3.3 IMPOSTA DI REGISTRO SU DELIBERA E ATTO DI FUSIONE

Sono soggette al tributo di registro, nella misura fissa di 200,00 €, sia la delibera di fusione che l'atto di fusione.

Il termine di registrazione è di venti(20) giorni dalla data dell'omologa per la delibera e dalla data della stipula per l'atto di fusione.

L'art. 4 della Tariffa allegata al D.Lgs. 31.10.1990 n.347 prevede l'applicazione delle imposte ipotecarie in misura fissa di 200,00 € per la trascrizione di atti di fusione che comportino il trasferimento di beni immobili.

3.4. LA DICHIARAZIONE DEI REDDITI E RELATIVI VERSAMENTI

Per quanto riguarda le **imposte dirette**, l'art.172 del TUIR disciplina il trattamento dell'operazione di fusione stabilendo che essa non genera componenti positivi o negativi di reddito:

- a) né in capo alla società fusa o incorporata;
- b) né in capo alla società risultante o incorporante;

In particolare, il suddetto articolo, nei commi 1,2,3, prevede:

- che la fusione di società non costituisce realizzo, né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse (comprese quelle relative alle rimanenze e all'avviamento);
- l'irrilevanza in capo alla risultante o all'incorporante delle differenze di fusione – il cambio delle partecipazioni originarie non fa emergere alcun reddito in capo ai soci, fatta salva l'ipotesi del conguaglio in denaro di cui al comma 7 dell'art. 47 del TUIR e ricorrendone le condizioni degli artt. 58 e 87

dello stesso TUIR (assimilazione ai dividendi) – : il conguaglio in denaro si configura alla stregua di un'eccedenza realizzata sulla partecipazione annullata per la quale si procede a tassazione in funzione della soggettività giuridica del socio.

Con lo specifico riferimento agli avanzi e disavanzi di fusione si può osservare che:

- i maggiori valori iscritti non sono imponibili nei confronti della società risultante o incorporante;
- i beni ricevuti dalla società risultante o incorporante sono valutati in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi.

Il comma 4 dell'art. 172 recita: “ *Dalla data in cui ha effetto la fusione la società risultante dalla fusione o incorporante subentra negli obblighi e nei diritti delle società fuse o incorporate relativi alle imposte sui redditi, salvo quanto stabilito nei commi 5 e 7*”.

Quindi, con il subentro negli obblighi e nei diritti delle società fuse o incorporate si realizza una successione universale e, al riguardo viene precisato che :

- per quanto concerne il regime della “*Participation exemption*” o PEX di cui all'art. 87 del TUIR, il periodo di possesso ininterrotto di 12 mesi della partecipazione, di cui al 1° comma lett. a), non viene interrotto dalla fusione;
- per la detenzione dei beni strumentali, il termine triennale viene computato, tenendo conto del periodo di possesso presso le società fuse o incorporate;
- il valore delle rimanenze di magazzino dell'incorporata risultante dall'ulti-

mo bilancio approvato rappresenta il valore delle giacenze iniziali della società incorporante, da aggiungersi al valore delle giacenze iniziali della incorporante.

La società incorporante, subentrando nei diritti ed obblighi delle società incorporate, acquisisce anche il diritto di portare in diminuzione del proprio reddito le perdite pregresse delle società incorporate senza limiti di tempo nella misura non superiore all'80% del reddito per ciascun periodo d'imposta (L. 111/2011). Tale regola non vale per le perdite dei primi tre esercizi che rimangono deducibili per intero.

E' da precisare che la norma del riporto a nuovo delle perdite si riferisce alle perdite pregresse delle società di capitali e non delle società di persone.

Più precisamente, le perdite delle società che partecipano alla fusione, compresa la società incorporante, possono essere portate in diminuzione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante per la parte del loro ammontare che non eccede l'ammontare del rispettivo Patrimonio Netto quale risulta dall'ultimo bilancio o, se inferiore, dalla situazione patrimoniale di cui all'art 2501-*quater* del codice civile, senza tener conto dei conferimenti e versamenti fatti negli ultimi 24 mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa, e sempre che dal Conto Economico della società le cui perdite sono riportabili, relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulti un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica, e un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, di cui all'art. 2425 del codice civile, superiore al

40% di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi anteriori⁴⁰.

In caso di retrodatazione degli effetti fiscali della fusione, ai sensi dell'art. 172, comma 9, TUIR, le suddette limitazioni si applicano anche al risultato negativo, determinabile applicando le regole ordinarie, che si sarebbe generato in modo autonomo in capo ai soggetti che partecipano alla fusione in relazione al periodo che intercorre tra l'inizio del periodo d'imposta e la data antecedente a quella di efficacia giuridica della fusione.

Le norme di cui sopra si applicano anche agli interessi passivi indeducibili oggetto di riporto in avanti di cui al comma 4 dell'art.96, TUIR.

Gli effetti della fusione, ai sensi del comma 9 dell'art. 172 del TUIR, possono essere retrodatati all'inizio del periodo d'imposta o alla data dell'ultima iscrizione dell'atto di fusione. Tale retrodatazione deve essere espressamente prevista nell'atto di fusione e deve avvenire solamente tra soggetti omogenei.

Al riguardo, l'Agenzia delle Entrate, con Risoluzione n. 22/e del 2009, ha precisato che la retrodatazione fiscale è esclusa in caso di fusione eterogenea tra società di capitali e società di persone, nonché tra un ente non commerciale e una società commerciale.

Per quanto riguarda gli acconti d'imposta, nella fusione per incorporazione, ai sensi del comma 10 dell'art. 172 del TUIR, la società incorporante deve versare la rata di acconto in funzione del proprio reddito dichiarato nel periodo di imposta precedente, senza considerare quello della società incorporata. Relativamente all'esercizio frazionario delle società incorporate o fuse è necessario redigere e presentare un'autonoma dichiarazione dei redditi.

⁴⁰ G.Rebecca-.M.Zanni,*Perdite fiscali.Guida Operativa*, Il Sole 24 Ore 2012

Sempre in dichiarazione dei redditi è prevista l'eventuale redazione di un progetto di riconciliazione, da compilare per indicare i beni relativi all'impresa che sono iscritti in bilancio a valori superiori a quelli riconosciuti ai fini delle imposte dirette in seguito a particolari operazioni, tra cui la fusione. Infatti, come già precisato, l'operazione di fusione è neutrale ai fini delle imposte dirette, pertanto l'eventuale disavanzo di fusione non è utilizzabile per l'iscrizione di maggiori valori di franchigia di imposta, mentre ciò è possibile ai fini civilistici.

Da ciò deriva la necessità del prospetto di riconciliazione. Questo prospetto deve essere compilato nella dichiarazione relativa all'esercizio in cui è avvenuta la fusione e in quelli successivi, indicando specificatamente i valori esposti in bilancio e i corrispondenti valori fiscali.

In ordine alla dichiarazione dei sostituti d'imposta, la società risultante dalla fusione o incorporante è obbligata a presentare la dichiarazione anche riguardo ai soggetti incorporati o fusi per il periodo nel quale questi hanno operato, indipendentemente dalla diversa data di decorrenza degli effetti fiscali dell'operazione.

Il soggetto che presenta la dichiarazione deve compilare un apposito quadro elencando i soggetti per conto dei quali presenta la dichiarazione. Inoltre è necessario che il dichiarante proceda alla compilazione e presentazione dei singoli quadri della dichiarazione, esponendo distintamente le situazioni riferibili al dichiarante e a ciascuno dei soggetti fusi o incorporanti.

L'*ex art. 37-bis* del D.P.R. 600/73 stabilisce che gli atti, fatti e negozi giuridi-

ci posti in essere senza valide ragioni economiche, diretti ad aggirare obblighi o divieti previsti dalla normativa fiscale per ottenere un risparmio d'imposta, sono inopponibili all'Amministrazione Finanziaria. Il principio sancito per le imposte dirette, si applica anche alle operazioni di fusione, come stabilito dal comma 3, lettera a), dello stesso articolo.

Il Ministero delle Finanze ha chiarito che il requisito delle "valide ragioni economiche" non si riferisce alla validità giuridica dell'operazione, ma alla loro apprezzabilità economico-gestionale; in mancanza di ciò l'Amministrazione Finanziaria può disconoscere i vantaggi tributari ottenuti mediante gli atti posti in essere dal contribuente ed applicare quindi le imposte sulla base delle norme eluse.

L'Amministrazione Finanziaria ha precisato anche che non vi è comportamento elusivo del contribuente quando questi, potendo scegliere tra due o più alternative, sceglie quella fiscalmente meno onerosa. La norma anti elusione scatta solo quando l'abuso di questa libertà dà luogo a manipolazioni, scappatoie e stratagemmi che, anche se non vietati, determinano un danno all'Erario non giustificato dall'economicità dell'operazione⁴¹.

La neutralità riguarda anche le plusvalenze e minusvalenze proprie del patrimonio della società incorporata o fusa e le differenze di fusione, cioè avanzi o disavanzi.

I beni apportati dalle società oggetto di fusione possono essere iscritti a valori contabili superiori rispetto a quelli pre-fusione, se dalla stessa emerge un disavanzo, ma fiscalmente essi assumeranno gli stessi valori precedenti, quindi

⁴¹ E.Zanetti, *La fusione delle società. Procedura ordinaria e semplificata. Aspetti contabili e rapporto di cambio. Disciplina fiscale e profili elusivi. Formulario e check list degli adempimenti*, Il Sole 24 Ore, 2006

è possibile una differenza di valori tra quelli fiscali e quelli contabili che andranno obbligatoriamente riconciliati, per mantenere la neutralità fiscale, in un apposito “prospetto di riconciliazione” da allegare alla dichiarazione dei redditi nel quadro RV del Modello Unico.

Se successivamente il bene viene ceduto il valore di partenza riconosciuto sarà quello fiscale e non quello contabile, per poter così calcolare e tassare l'eventuale plusvalenza in occasione della fusione.

Il principio della continuità fiscale si riscontra nel fatto che:

- l'incorporante calcola il valore degli ammortamenti in base al valore lordo dei beni pre-fusione posseduto dall'incorporata;
- le rimanenze di magazzino mantengono la stessa stratificazione che presentavano in capo all'incorporata;
- l'incorporante succede nelle successioni;
- l'incorporante subentra nei crediti d'imposta di tipo sovvenzionale.

La fusione è un'operazione fiscalmente neutra anche per i soci.

L'art.172 del TUIR al comma 3 recita che *“il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze per i soci della società incorporata o fusa, fatta salva l'applicazione in caso di conguaglio, dell'art. 47, comma 7, e ricorrendone le condizioni degli articoli 58 e 87”*.

L'unica eccezione alla neutralità fiscale alla fusione sui soci è nel ricevere, da parte loro, un conguaglio in denaro, che deve essere uguale o inferiore al 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate (art. 2501-ter, 2°

comma c.c.).

Le partecipazioni dei soci sono annullate e sostituite con partecipazioni della società risultante dalla fusione o incorporante, e il cambio avviene sulla base del rapporto di cambio calcolato e previsto nel progetto di fusione.

La società incorporante o risultante dalla fusione subentra in tutte le situazioni (sia sostanziali, tra cui rientrano quelle relative alle imposte sui redditi, che formali).

Dunque, gli effetti dell'applicazione del principio del subentro riguardano:

- l'obbligo di versamento delle imposte in base all'art. 172 TUIR, comma 10, che recita: “dalla data in cui ha effetto la fusione, gli obblighi di versamento, inclusi quelli relativi agli acconti di imposta ed alle ritenute operate su redditi altrui, sono a tutti gli effetti trasferiti alla società incorporante o comunque risultante alla data della fusione”;
- l'obbligo di presentazione delle dichiarazioni (D.P.R. 322/1998, art. 5 *bis*), che recita: “in caso di fusione di società deve essere presentata dalla società risultante dalla fusione o incorporante, la dichiarazione relativa alla frazione di esercizio delle società fuse o incorporate compresa tra l'inizio del periodo d'imposta e la data in cui ha effetto la fusione entro l'ultimo giorno del non mese successivo a tale data, in via telematica.

Gli effetti del subentro si concretizzano:

- per i beni strumentali i termini triennali di detenzione vengono calcolati considerando il periodo di possesso presso le società incorporate o fuse;
- per quanto riguarda il cosiddetto requisito dell' *Holding Period* necessario.

Per fruire del regime della *Participation Exemption* di cui all'art. 87 del D.P.R. n. 917/1986, la fusione non interrompe i 24 mesi di possesso della partecipazione. Inoltre il requisito della prima iscrizione tra le immobilizzazioni finanziarie va verificata in capo alle società fuse o incorporate.

Il subentro riguardante le imposte sui redditi della nuova società risultante dalla fusione o dall'incorporante, risulta dunque essere un subentro totale con l'eccezione di tre casi specifici:

- le riserve in sospensione d'imposta (art. 172 TUIR, comma 5)

“Le riserve in sospensione d'imposta, iscritte nell'ultimo bilancio di società incorporate o fuse concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporate se e nella misura in cui, non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione”.

Quindi si deve distinguere:

1- riserve in sospensione d'imposta tassabili in ogni caso (cd. sospensione radicale), tra cui troviamo la Riserva o fondo sopravvenienze attive, Riserva o fondi di condono e i fondi accantonamento. In questi casi il regime di sospensione d'imposta cessa in seguito a qualsiasi utilizzo che decrementi o azzeri il loro ammontare. La ricostituzione quindi deve avvenire usando prevalentemente l'avanzo che risulta dalla fusione e nel caso in cui siano presenti alcune riserve libere anche tramite il loro utilizzo. Nel caso non vi sia avanzo per la ricostituzione si utilizzerà ogni altra riserva libera presente. In caso di mancata ricostituzione la tassazione sarà immediata e applicata alla dichia-

razione riferita al periodo d'imposta in cui ha avuto efficacia la fusione;

2- riserve in sospensione di imposta tassabili solo in caso di distribuzione (cd. sospensione moderata) tra cui abbiamo la riserva di rivalutazione monetaria, le riserve da apporti, le riserve da accantonamenti e i saldi attivi di rivalutazione. In questo caso, il regime di sospensione cessa se tale ammontare viene distribuito ai soci oppure se si ha una fuoriuscita dall'impresa di valori in sospensione. Se c'è un avanzo di fusione o un aumento di capitale superiore al capitale complessivo delle società interessate dall'operazione se c'è una completa ricostituzione delle riserve con l'utilizzo unitario di queste poste o, in assenza di ricostituzione, il vincolo di sospensione si trasmetterà all'avanzo o all'aumento di capitale. Non c'è obbligo di ricostituzione in caso di assenza di avanzo di fusione o aumento di capitale eccedente. Se le riserve in sospensione sono imputate al capitale della società incorporata o fusa subito prima della fusione, il vincolo si trasmette al capitale della società incorporante o risultante dalla fusione;

3- riporto delle perdite e interessi passivi (art. 172 TUIR, comma7)

Per parlare di riporto delle perdite e interessi passivi si deve prendere in considerazione il cosiddetto principio della retrodatazione fiscale e contabile applicabile alla fusione. In base all'art. 172 del TUIR comma 9, ai fini delle imposte sui redditi, l'atto di fusione può stabilire che gli effetti decorrano dalla data in cui si è chiuso l'ultimo esercizio dell'incorporata o fusa o, se più vicina, la data in cui si è chiuso l'ultimo esercizio dell'incorporante. Questo principio è utile per rendere più semplici gli adempimenti fiscali e

contabili collegati alla fusione in quanto impedisce che fino all'intervallo di tempo che va dall'inizio del periodo d'imposta fino all'effettivo inizio degli effetti della fusione ai fini civilistici, assuma un valore di autonomo periodo d'imposizione fiscale.

Nel caso in cui la retrodatazione non venga applicata per le perdite fiscali pregresse di ciascuna società partecipante, vige il divieto di riportabilità delle perdite fino a concorrenza della svalutazione delle azioni o quote della società le cui perdite sono riportabili, effettuata dalla società partecipante o dall'impresa che le ha cedute ad essa dopo l'esercizio al quale si riferisce la perdita e prima dell'atto di fusione, mentre per quanto riguarda gli interessi passivi, sono deducibili fino a concorrenza degli interessi attivi più il 30% del ROL della gestione caratteristica e nel caso in cui questo valore sia eccedente, può essere riportato ad incremento del 30% del ROL dell'anno successivo e seguenti.

Per poter accedere a questo regime però le società devono innanzitutto superare il test di vitalità cioè Ricavi e proventi dell'esercizio precedente a quello della fusione devono essere superiori al 40% della media dei due precedenti; ed il rispetto del limite quantitativo del Patrimonio Netto (valore del Patrimonio Netto dell'ultimo bilancio meno il valore dei versamenti e conferimenti effettuati nei due anni precedenti o, se inferiore, l'ammontare del Patrimonio Netto della situazione patrimoniale al netto dei conferimenti effettuati nei due anni precedenti).

Se, invece, viene applicata la retrodatazione, le perdite fiscali registrate ven-

gono considerate dall'inizio del periodo di efficacia applicando anche il divieto di riportabilità (che sussiste anche in questo caso fino a concorrenza della svalutazione delle azioni o quote effettuata dalla società partecipante o dall'impresa che le ha cedute ad essa dopo l'esercizio al quale si riferisce la perdita e prima dell'atto di fusione con la variante del valore aggiuntivo delle perdite). Per quanto riguarda il test di vitalità la differenza rispetto al caso precedente è che si considerano ricavi e proventi della frazione di periodo antecedente alla data di efficacia giuridica della fusione anziché l'esercizio precedente e così anche per le spese per il lavoro subordinato.

Un ulteriore differenza tra i due casi si ha nella modalità di richiesta della disapplicazione delle suddette condizioni, infatti nel caso di non applicazione della retrodatazione è su istanza dell'ex art. 37-*bis*, comma 8, del D.P.R. 600/1973, mentre nel caso si applichi la retrodatazione è con istanza di interpello sempre secondo l'articolo precedente.

CAPITOLO 4

IL CASO DELLA FUSIONE ESSILORLUXOTTICA

4.1. LUXOTTICA

Luxottica fu fondata nel 1961, dall'imprenditore milanese Leonardo Del Vecchio, che scelse come sede della sua società, Agordo, in provincia di Belluno, in quanto distretto degli occhiali.

Inizialmente *Luxottica* s.a.s. produceva semilavorati per altri produttori che poi assemblavano gli occhiali finiti.

Nel 1967 Del Vecchio decise di iniziare a produrre, oltre ai semilavorati per conto terzi, occhiali completi con il marchio *Luxottica*. Avendo successo nel 1971 scelse di iniziare a produrre esclusivamente occhiali finiti e lo stesso anno si presentò alla fiera di settore MIDO di Milano ottenendo un grande successo.

Oggi *Luxottica* è un'azienda leader nel design, produzione e distribuzione di occhiali da sole e da vista di elevata qualità tecnica e stilistica, di lusso e sportivi.

Negli anni ha acquisito importanti aziende come *Ray-Ban* e *Oakley*, ed inoltre produce, su licenza, montature per Prada, *Chanel* ed Armani, mentre tra i marchi più famosi che commercializza ci sono *Vogue-Eyewear*, *Persol* e *Oliver People*.

E' presente in oltre 150 (centocinquanta) Paesi ed ha un *network retail* che conta circa 9.000 (nove mila) negozi.

Dal 1990 è quotata in Borsa a *New York* e dal 2003 a Milano, dove è tra i titoli a maggior capitalizzazione.

Pur essendo quotata in Borsa *Luxottica* è rimasta saldamente in mano al suo fondatore che ne detiene il controllo del capitale.

Il modello di *business* di *Luxottica* è basato sull'integrazione verticale dell'intera catena di valore: circa il 90% del processo produttivo è completato internamente.

La società ha un forte radicamento con il territorio, basti pensare che, in tempi di delocalizzazione, alcune produzioni sono state spostate, in controtendenza, dall'estero alle sedi italiane.

4.2. ESSILOR

Essilor International S.A. multinazionale francese, con sede a Parigi, produce e commercializza lenti a contatto e apparecchiature ottiche.

E' quotata all'*Euronext Paris Stock Exchange*, fa parte dell'indice azionario CAC 40 che comprende le quaranta società a maggior capitalizzazione negoziate alla Borsa di Parigi, e dell'*Euro Stoxx 50* che comprende le 50 società a maggior capitalizzazione dell'Eurozona.

La società, nata nel 1972 dalla fusione di *Essel* e *Silor* (aziende operanti nel settore delle lenti oftalmiche) è presente in cento Paesi di tutto il mondo. Le sue attività sono maggiormente concentrate sulla ricerca e sviluppo di lenti a contatto; con *budget* annuale di quasi 200.000.000 € (duecento milioni di euro) di cui il 30% dedicato all'*open innovation* con 481 laboratori di prescri-

zione e 34 siti di produzione, oltre a numerosi centri di ricerca e sviluppo sparsi in tutto il mondo e a tre centri di “Innovazione e tecnologia” a Parigi, Dallas e Singapore, dedicati alla progettazione di soluzioni tecnologiche all’avanguardia.

4.3. IL PROGETTO DI FUSIONE

Il 16 Gennaio 2017 *Delfin, holding*, società riconducibile all’imprenditore Leonardo Del Vecchio, e la francese *Essilor*, diretta da *Hubert Sagnieres*, hanno siglato un accordo per una fusione tra l’azienda francese e la controllata *Luxottica*.

Quest’operazione ha dato vita ad un nuovo gruppo, la *EssilorLuxottica, holding* con fatturato che supera i 16 (sedici) miliardi di euro, con una capitalizzazione di Borsa di oltre 45 (quarantacinque) miliardi di euro, vendite in oltre 150 Paesi e circa 150.000 dipendenti che ha un ruolo dominante, a livello mondiale, nei settori della produzione, distribuzione e *design* di lenti e montature da vista e occhiali da sole.

La *NewCo* figura nell’indice CAC40, principale indice azionario della Borsa francese, che comprende i 40 (quaranta) titoli azionari negoziati sul mercato di Parigi e selezionati in base alla capitalizzazione, calcolata al netto di eventuali pacchetti detenuti da soci di lungo periodo e non destinati al *trading* e, in secondo luogo, sulla base della liquidità, a sua volta misurata in base a spessore ed ampiezza del titolo, inoltre rientra anche nell’Euro Stoxx50, principale indice azionario dell’Eurozona, indicante le 50 società *leader* nei loro settore.

Il giorno prima della comunicazione dell'operazione, cioè il 15 gennaio 2017, il Consiglio di Amministrazione di *Luxottica*, ha approvato all'unanimità l'accordo con *Essilor* condividendone le ragioni strategiche; allo stesso modo il Consiglio di Amministrazione di *Essilor* ha approvato l'accordo con *Luxottica* ritenendolo con gli interessi dei soci, dei dipendenti e degli altri *stakeholder*, quindi hanno avviato la procedura di informazione e consultazione con i rappresentanti dei lavoratori.

Il 16 gennaio 2017, appena subito dopo l'annuncio di integrazione tra le due società, sulla Borsa di Milano si è registrato il rally di *Luxottica*, che è salita dell'8.56% a 53,8 euro, mentre sul listino di Parigi *Essilor* è cresciuta del 14,01%.

Le giurisdizioni, le cui autorizzazioni erano condizione sospensiva per il *closing* della fusione, sono state cinque: Unione Europea, Cina, Brasile, Stati Uniti e Canada.

Per quanto riguarda l'Unione Europea, nel Settembre del 2017, la Commissione Europea ha iniziato uno studio, notificato il 22 Agosto 2017, per analizzare il progetto di fusione tra *Essilor* e *Luxottica* in base al regolamento UE sulle concentrazioni.

L'indagine iniziale di mercato realizzata dalla Commissione ha evidenziato molteplici aspetti complessi, soprattutto, la combinazione tra la forte posizione di *Essilor* sul mercato delle lenti e la forte posizione di *Luxottica* sul mercato delle montature per occhiali e per questo lo studio è stato rivolto anche verso quest'ultimo comparto.

I timori della Commissione , erano inerenti, soprattutto, al fatto che “la nuova entità possa utilizzare i forti marchi detenuti da *Luxottica* per convincere gli ottici ad acquistare lenti *Essilor*, escludendo così dal mercato altri produttori di lenti, tramite pratiche quali la vendita aggregata o vincolata”⁴².

La Commissione ha analizzato anche altri effetti negativi sulla concorrenza, ad esempio, un condizionamento per quanto riguarda la scelta al momento dell’acquisto o originare un aumento dei prezzi. Più in particolare, la Commissione ha voluto determinare se *EssilorLuxottica* può usare la supremazia che *Essilor* ha sul mercato delle lenti ottiche per estromettere i concorrenti dal mercato delle montature per occhiali e se l’operazione può provocare l’eliminazione della rilevante concorrenza che ha iniziato ad esercitare nel settore delle lenti ed *Essilor* nel settore delle montature per occhiali.

La Commissione ha avuto 90 giorni lavorativi, quindi fino al 12 febbraio 2018, per prendere una decisione.

Dopo la comunicazione dell’inizio della fase due della procedura antitrust da parte dell’Unione Europea, *Essilor* e *Luxottica* hanno affermato che la decisione era ‘prevedibile date le dimensioni delle società coinvolte e si sono dette fiduciose sull’obiettivo di chiudere l’operazione attorno alla fine dell’anno`.

Dopo Australia, Colombia, Corea del Sud, Giappone, India, Marocco, Nuova Zelanda, Sud Africa, Russia e Taiwan anche il *Competition Bureau* canadese (l’*Antitrust* canadese), ha approvato il progetto di fusione.

Il 1 marzo 2018 la Commissione Europea ha autorizzato il progetto di con-

⁴² http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-3481_it.htm

centrazione in quanto è emerso che non avrà un effetto negativo sulla concorrenza all'interno dello Spazio economico europeo o in nessuna parte considerevole di esso.

Contemporaneamente al via libera dell'Unione Europea è arrivato, senza condizioni, anche quello da parte della *Federal Trade Commission* americana, a cui si è aggiunto anche quello di Cile e Messico.

All'annuncio dell'approvazione i titoli di *Luxottica* ed *Essilor* hanno segnato un rialzo, rispettivamente del +5,39% sulla Borsa di Milano e del +4.91% sulla Borsa di Parigi.

Il 29 giugno 2018 le due società oggetto della fusione hanno prorogato al 31 luglio 2018 il termine del *Combination Agreement* e del *Contribution Agreement*, in quanto la Cina non aveva ancora acconsentito all'operazione, approvazione che è avvenuta il 26 luglio 2018 a condizione che la *NewCo* non venda prodotti di occhialeria ad un prezzo più basso dei costi senza motivazione e che non possa vietare ai venditori di occhiali cinesi di commercializzare prodotti dei concorrenti ad eccezione degli *store* monomarca e di quelli in *franchising*, in base allo *State Administration for Market Regulation*, regolamentazione cinese che controlla, tra le altre attività, la politica dei prezzi e l'*antitrust*. Quest'assenso ha determinato un rialzo di *Luxottica* del +2,47% quotata 58,04 € sulla Borsa di Milano e un aumento dell'1,98% di *Essilor* quotata 126,40 € sulla Borsa di Parigi.

Dopo la Cina, mancava solo l'assenso dell'*antitrust* della Turchia, che tuttavia non era vincolante per la realizzazione della fusione.

Il 1° ottobre 2018, quasi due anni dopo l'annuncio, si è conclusa l'operazione di fusione che ha avviato il riassetto proprietario dei due gruppi.

Del Vecchio ha assunto la carica di Presidente Esecutivo e Amministratore Delegato della *NewCo* e il Presidente Esecutivo e Ceo di *Essilor*, mentre *Hubert Sagnieres*, il ruolo di Vice Presidente Esecutivo e Vice Amministratore Delegato con gli stessi poteri del Presidente Esecutivo e Amministratore Delegato di *Essilor*.

Del Vecchio e *Sagnieres* hanno conservato le corrispondenti cariche di Presidente di *Luxottica* e di Presidente e Amministrativo Delegato di *Essilor*.

Il Consiglio di Amministrazione di *EssilorLuxottica* è formato da sedici Amministratori, otto nominati da *Essilor*, che includono *Hubert Sagnieres*, due Rappresentanti dei dipendenti, un Rappresentante *Valoptec* (Associazione che rappresenta i dipendenti della società) e quattro Amministratori indipendenti, ed altri otto di nomina *Delfin*, cioè Del Vecchio, tre Rappresentanti di *Delfin* e quattro indipendenti.

Delfin, ha perfezionato il conferimento della sua intera partecipazione in *Luxottica* (62,42%) a favore della *NewCo* e ha ricevuto in cambio 0,4613 azioni *Essilor* per ogni azione *Luxottica*, diventando il maggior azionista di *EssilorLuxottica*, con percentuale del 38,3%. I diritti di voto di tutti i soci della nuova società sono stati limitati al 31% ed è stato eliminato ogni diritto di voto doppio, mentre i soci-dipendenti della società francese hanno il 4%.

Il Consiglio di Amministrazione di *Luxottica* ha approvato all'unanimità dei votanti, con l'astensione del Presidente Leonardo Del Vecchio, l'informativa

riguardante l'Offerta Pubblica di Scambio Obbligatoria (OPSC) che *EssilorLuxottica* ha dovuto obbligatoriamente lanciare sulle azioni ordinarie *Luxottica* in circolazione in Borsa e quindi non detenute direttamente o indirettamente da *EssilorLuxottica*; inoltre ha dovuto dare un parere sul rapporto di concambio, che ha giudicato congruo da un punto di vista finanziario.

Si è conclusa con adesioni pari all'81,58% l'OPSC che riguardava un massimo di 176,2 milioni di azioni della società italiana capitanata da Del Vecchio. Le azioni che hanno aderito ammontavano a 143,8 milioni di €.

Al termine dell'OPSC *EssilorLuxottica* è arrivata a possedere direttamente 446.651.449 azioni *Luxottica*, pari al 92,06% del capitale, che aggiunte alle 6.071.922 azioni proprie detenute da *Luxottica*, hanno portato la partecipazione complessiva a 452.723.371 azioni, pari al 93,31% e siccome era superiore al 90% ma inferiore al 95% e l'offerente aveva già espresso nel documento di offerta di non voler ripristinare le condizioni minime di flottante per un regolare andamento delle contrattazioni delle azioni ordinarie *Luxottica*, si sono verificati i presupposti per l'obbligo di acquisto, quindi è stato obbligato ad acquistare, da qualunque azionista che ne abbia fatto richiesta, le rimanenti 32.471.662 azioni di *Luxottica* in circolazione. Questo ha portato al *delisting* delle azioni *Luxottica* da Piazza Affari, a partire dal 5 marzo 2019, mentre *EssilorLuxottica* rimarrà quotata solo in *Euronext* di Parigi. Completata la fusione durante il primo Consiglio di Amministratore si sarebbe dovuto nominare un "headhunter" per la ricerca di un nuovo Amministra-

tore Delegato. Nelle settimane precedenti, il nome di Andrea Milleri, Ceo del Gruppo italiano e braccio destro di Del Vecchio, che ha dichiarato di volerlo proporre “immediatamente” alla direzione del gruppo, affermazione che ha infastidito i francesi, che a loro volta sono stati accusati da Del Vecchio di aver assunto quattro *top manager* senza aver informato preventivamente il *Board*. Un portavoce dell’imprenditore milanese, però, ha precisato che “le dichiarazioni di novembre non dovevano essere interpretate come un desiderio di nominare Milleri a Ceo di *EssilorLuxottica*”, inoltre ha aggiunto che “Del Vecchio, tuttora Presidente Esecutivo, vorrebbe trasferire parte delle sue deleghe operative per potersi concentrare sulle questioni più strategiche. Il tutto senza alterare gli equilibri di *governance* e senza intaccare la ricerca del nuovo Amministratore Delegato del Gruppo”. *EssilorLuxottica* non ha commentato le dichiarazioni di Del Vecchio, né ha comunicato azioni riguardanti le questioni di *governance*, comportamento che l’imprenditore milanese ha ritenuto “una palese violazione dell’accordo di combinazione e delle regole di *governance* di *EssilorLuxottica*”, inoltre in un comunicato ha scritto: «*Delfin* si riserva di intraprendere tutte le azioni che riterrà necessarie o appropriate per proteggere il suo interesse, quello di *EssilorLuxottica* e di tutti i suoi *stakeholder*». «Leonardo Del Vecchio è convinto dell’enorme valore industriale del progetto di integrazione, tanto da aver accettato una limitazione al 31% dei suoi diritti di voto e, per un periodo iniziale” che termina nella primavera del 2021, anche poteri e pari rappresentanza nel Consiglio di Amministrazione per *Delfin* e *Essilor*». Tale perio-

do iniziale ha il principale scopo di favorire un graduale processo di integrazione delle culture. Ma a quanto pare non è un processo semplice.

«In questa fase i rappresentanti di *Essilor* hanno deliberatamente impedito a *Delfin* anche di rivendicare la sua quota paritaria di autorità aziendale insita nel principio concordato degli “uguali poteri”».

«*Delfin* continuerà a rispettare e ad esigere il pieno rispetto da parte dei rappresentanti di *Essilor*, dell’Accordo di Combinazione e delle regole di *governance* della Società, sulla base dei quali *Delfin*, così come gli azionisti di *Essilor* e di *Luxottica*, hanno deciso di sostenere il progetto di combinazione tra *Luxottica* ed *Essilor International*»⁴³.

A causa del conflitto il titolo a Parigi ha ceduto il 5%, mentre l’indice Cac 40 ha perso lo 0,15%.

Nei primi giorni di marzo 2019 *EssilorLuxottica* ha presentato, a Parigi, il primo bilancio integrato di gruppo, dal quale si evincono Ricavi per 16 miliardi di € ed un Utile Netto di 1,87 miliardi di € nel 2018, che è risultato essenzialmente stabile rispetto al pro-forma del precedente esercizio. Il fatturato pro-forma a cambi costanti ha registrato una crescita del 3,2% mentre il risultato operativo *adjusted* segna una flessione del 4,8% a 2,5 miliardi di € . Il Cda ha deliberato un dividendo di 2.04 € per azione.

Alla presentazione dei risultati agli operatori finanziari, a Parigi, hanno partecipato l’Amministratore Delegato di *Essilor International*, *Laurent Vacherot* e i due direttori finanziari, *Stefano Grassi* e *Hillary Harper*. Malgrado il notevole dividendo *EssilorLuxottica* sta guardando ad eventuali acquisi-

⁴³ My.L., *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo 2019.

zioni: “siamo un’azienda con importante liquidità: guardiamo ad acquisizioni nel mondo”, specificano i dirigenti e “se si presenteranno opportunità, queste verranno presentate al Consiglio di Amministrazione” spiega *Harper*. “La società ha un flusso finanziario molto forte; distribuiremo dividendi, ma continueremo ad investire”, conclude *Grassi*⁴⁴.

Il 27 marzo 2019 *Delfin* ha depositato una domanda di arbitrato alla Camera di Commercio Internazionale “per far accertare le violazioni dell’accordo di combinazione del 2017, che secondo *Delfin* sono state commesse da *Hubert Sagnieres* e da *EssilorLuxottica* dietro suo impulso, al fine di ottenere un’ingiunzione a rispettare tale accordo fino alla sua scadenza. *Delfin* ha contestualmente informato la società *EssilorLuxottica*”. Constatando lo stallo creatosi all’interno del Consiglio di Amministrazione e come questo ostacoli l’implementazione del processo di integrazione e delle relative sinergie, “*Delfin* ha ritenuto che il ricorso alla Camera di Commercio Internazionale fosse allo stato una soluzione necessaria e la più appropriata al fine di preservare gli investimenti di tutti gli azionisti”⁴⁵.

A seguito dei dissidi tra *Delfin* e il *management* francese, *EssilorLuxottica* ha riunito il proprio Consiglio di Amministrazione a Parigi. Durante il vertice sono state analizzate alcune richieste di aggiornamento dell’ordine del giorno sopraggiunte in vista dell’Assemblea Generale del 16 maggio.

La proposta è partita da *Valoptec* (l’associazione che riunisce i dipendenti e gli ex dipendenti azionisti di *Essilor*) e un *pool* di Fondi di investimento di cui fanno parte *Fidelity*, *Edmond de Rothschild Asset Management*, *Sycom-*

⁴⁴ Il NordEst Quotidiano, *Primo Bilancio di EssilorLuxottica: 16 miliardi di ricavi*, 8 marzo 2019.

⁴⁵ MilanoFinanza.it, 27 marzo 2019

re, Baillie Gifford, Comgest, Guardcap e Phitrust. In special modo, le SGR (Società di Gestione del Risparmio) azioniste reputavano che, oltre ad un crollo in Borsa (come già detto), il prorogarsi della lite sull'assetto governativo, indebolisse la società, cioè la sua reputazione, le motivazioni dei dipendenti, la capacità di attrarre *top manager* e di individuare potenziali *partners*, rivelandosi dunque dannoso per tutti gli *stakeholders*. Valoptec ha manifestato un "forte disappunto" per la difficoltà in cui versa il gruppo. Le proposte che hanno sottoposto ai soci in assemblea e sulle quali il Consiglio di Amministrazione ha espresso un giudizio è la richiesta di ampliamento della componente degli amministratori indipendenti in Consiglio, richiesta effettuata nel tentativo di ristabilire un equilibrio tra le parti e far ripartire un'azienda che rischiava uno stallo a causa dei dissidi tra primo azionista e *management*. Stando allo Statuto della *holding* italofrancese, dagli attuali 16 membri del Consiglio di Amministrazione si potrà arrivare fino a 18 membri. anche se *Delfin* sembra non essere d'accordo, anzi nel caso in cui la proposta di ampliamento del Consiglio dovesse essere approvata a discapito dell'arbitrato di metà maggio, è intenzionata a chiedere la convocazione in un'ulteriore assemblea per il rinnovo del Consiglio di Amministrazione. Per quanto riguarda i candidati, *Valoptec* ha indicato il britannico *Peter Montagnan*, *senior investment adviser* del *Financial Report Council*, giornalista al *Financial Times* e in *Reuters* oltre ad aver maturato ulteriori esperienze alla Commissione Europea e nel mondo accademico: mentre i Fondi hanno

indicato *Wendy Evrard* che ha maturato competenze nell'*investment banking* ed *ex* Consigliere indipendente di *Willis Towers Watson*; e l'*ex* Vice Presidente Esecutivo di *Biopharm*, *Jesper Brandgaard*.

L'Amministratore Delegato dovrà insediarsi entro fine 2020 e proprio per questo motivo a metà aprile il Comitato Nomine e Remunerazione di *EssilorLuxottica* ha aperto il *dossier* e ha affidato il mandato a *Russel Reynold* e a *Eric Salmon & Partners* di valutare “candidati interni ed esterni” adatti alla suddetta posizione.

Il 13 maggio 2019, a pochi giorni dall'assemblea generale, *EssilorLuxottica* ha reso noto di aver raggiunto un accordo transattivo con la *Delfin* per superare i problemi legati alla *governance* e gettare le basi per un rinnovato avvio di una profonda collaborazione tra *Essilor* e *Luxottica*.

Il Consiglio di Amministrazione della *NewCo* ha votato all'unanimità questo accordo, che ha definito ogni controversia esistente tra le parti e il procedimento legale pendente, cioè alla richiesta di arbitrato presentata da *Delfin* al Tribunale Arbitrale Internazionale della Camera di Commercio Internazionale, con lo scopo di avere, da subito, la struttura del Gruppo più efficiente ed efficace.

La *governance* paritetica prevista dal *Combination Agreement* resterà in vigore fino alla data dell'assemblea generale degli azionisti nel 2021.

A seguito dell'accordo, Leonardo Del Vecchio e *Hubert Sagnieres* hanno attribuito a Francesco Milleri (Vice Presidente – Ceo di *Luxottica Group*) e *Laurent Vacherot* (Ceo di *Essilor International*) il compito di sviluppare il

processo di integrazione e velocizzare quello di semplificazione del nuovo Gruppo integrando le due Società entro 12/24 mesi.

A loro volta, Milleri e *Vacherot* hanno condiviso la nomina dei dirigenti con responsabilità strategiche per le funzioni decisive del Gruppo. Quest'ultimo è stato, inoltre, nominato direttore di *EssilorLuxottica*, al posto di *Bernard Hours*, che ha chiesto di essere sollevato dal suo incarico, ed ancora è diventato membro del Comitato Strategie.

Il *Board* ha riaffermato la ricerca di un nuovo Ceo e fra i candidati sono stati individuati gli stessi Francesco Milleri e *Laurent Vacherot*.

Raggiunta l'intesa, *Valoptec* ha accettato di revocare la proposta per la nomina, nell'assemblea degli azionisti in calendario il 16 maggio 2019, di un amministratore aggiuntivo in *EssilorLuxottica* confermando che si sarebbe dichiarata contraria alle proposte presentate da alcuni investitori istituzionali per la nomina di altri due direttori. Il rappresentante di *Valoptec* presso il Consiglio di *EssilorLuxottica* si unirà al gruppo dei Comitati Strategici e di integrazione della Società⁴⁶.

4.4. GLI OBIETTIVI PRINCIPALI DELLA FUSIONE

Leonardo Del Vecchio, nel ruolo di Direttore Esecutivo della *NewCo*, ha affermato che l'obiettivo principale dell'operazione di fusione risiede nella volontà di puntare al miglioramento del livello di offerta di prodotti ai consumatori, raggruppando la produzione delle montature e quella delle lenti oftalmiche, andando, in tal modo, a creare un modello di *business* vertical-

⁴⁶ [Teleborsa.it/News/2019/05/13/essilorluxottica-raggiunto-accordo-per-superare-problemi-governance](https://www.teleborsa.it/News/2019/05/13/essilorluxottica-raggiunto-accordo-per-superare-problemi-governance)

mente integrato nella sua totalità e che punta solo ed unicamente all'eccellenza del servizio. Il francese *Hubert Sagnieres*, Vicedirettore Esecutivo di *EssilorLuxottica*, ha dichiarato che la missione della nascente società sarà quella di “favorire, migliorare il servizio clienti e reinventare l'esperienza stessa che il cliente prova”, sottolineando l'importanza di una buona vista, considerandola “un diritto umano basilare e una leva per uno sviluppo globale”. Prosegue, poi, rimarcando come l'attività della società riguarderà l'implementazione e lo sviluppo sia della cura della salute degli occhi che l'aspetto del *design* grazie alla presenza dell'azienda in tutti i maggiori segmenti della catena produttiva, dalle lenti alle montature, fino alla presenza fisica ed *online* a livello distributivo.

La *NewCo* ha chiuso il primo trimestre 2019 con un fatturato di 4,2 miliardi di €, in crescita del 7,5%. La variazione a cambi costanti è stata del 3,7%. In una nota, il Gruppo ha scritto: “Tutte le divisioni del gruppo hanno contribuito alla crescita, in particolare le divisioni *Lenses & Optical Instruments* di *Essilor* (+7,8%) e *Retail* di *Luxottica* (+ 10,7%) così come tutte le geografie, con i maggiori incrementi in Nord America (+9,1%); Asia, Oceania ed Africa (+8%); America Latina (+8.1%)” e in particolare mette in evidenza il “significativo aumento delle vendite di *Essilor*, pari a +7,6% (+4,3% a cambi costanti)” che è stato sostenuto da una crescita omogenea del 3,3%. La crescita inorganica, pari all'1%, è aumentata rispetto al 2018 in linea con la strategia di acquisizioni che sta riprendendo slancio in tutte le geografie. Quanto a *Luxottica*, la Società italiana ha registrato una solida cre-

scita del 7,5% (+ 3,2% a cambi costanti), in accelerazione rispetto allo scorso anno e agli ultimi trimestri. Le vendite sono state trainate dalla divisione *Retail*, che ha beneficiato di un modello *omnichannel* vincente, di marchi emergenti hanno sostenuto la crescita a tassi di cambio costanti. Il gruppo conferma gli obiettivi finanziari per il 2019, in particolare sono stati confermati quelli che prevedono un fatturato in crescita del 3,5-5%, un utile operativo *adjusted* dello 0,8-1,2 % rispetto alla crescita delle vendite e un utile netto *adjusted* di 1-1,5% rispetto alla crescita delle vendite.

“Nei prossimi trimestri il gruppo dovrebbe beneficiare dello sviluppo di importanti innovazioni, di una crescita organica sostenuta, dei primi ritorni dai progetti di integrazione e del progressivo aumento di acquisizioni mirate”, è scritto nella nota del gruppo.

Il Presidente di *EssilorLuxottica*, Leonardo Del Vecchio e il Vice Presidente, *Hubert Sagnieres*, si sono dichiarati soddisfatti dei risultati del primo trimestre raggiunti dal gruppo⁴⁷.

4.5. GLI EFFETTI PER GLI AZIONISTI

La fusione tra le società *Essilor* e *Luxottica* ha comportato per gli azionisti italiani la scelta, non banale, di aderire o meno all’offerta di concambio. Da tale scelta dipendeva non solo il destino del capitale del singolo risparmiatore ma anche quello della nuova entità imprenditoriale.

Come già accennato, il Rapporto di concambio è stato fissato a quota euro 0,4613: per ogni 100 azioni dell’azienda di Leonardo Del Vecchio un investi-

⁴⁷ Il Sole 24 Ore, *EssilorLuxottica: nel primo trimestre ricavi +7,5% a 4,2 miliardi*, 07 maggio 2019.

tore ha ricevuto circa 46 azioni della nuova società, mentre le eventuali frazioni di azioni residuali sono state monetizzate direttamente.

L'adesione alla proposta di concambio era facoltativa: l'investitore cioè poteva anche scegliere di non aderire. Per aderire era però necessario prestare espressamente il proprio consenso firmato presso la banca nella quale erano depositati i titoli *Luxottica*. Per farlo c'è stato tempo, come ricordato, fino al 28 novembre.

Sulla base degli accordi presi tra Leonardo Del Vecchio e la società francese *Essilor*, infatti, la percentuale di adesioni alla conversione raggiunta avrebbe influito sull'assetto azionario futuro di *EssilorLuxottica*.

Vediamo come:

- quota di conversione pari al 95% (o superiore): sono state convertite anche le azioni di quel 5% (o inferiore) che non ha aderito alla proposta di concambio;
- quota di conversione compresa tra il 90% e il 95%: in base agli accordi *EssilorLuxottica* ha lanciato un'offerta residuale per gli azionisti che non hanno aderito alla prima offerta;
- quota di conversione inferiore al 90%: in questo caso *Luxottica* sarebbe rimasta quotata sul MTA di Borsa italiana ma con un flottante molto ridimensionato.

Anche dal punto di vista di un investitore le opzioni erano tre:

- aderire all'offerta di concambio entro il 28 novembre: questa è stata l'opzione scelta da diversi investitori istituzionali e grandi azionisti del Gruppo

di Agordo. Se l'offerta non fosse andata a buon fine con una percentuale superiore al 95% gli azionisti che hanno aderito all'offerta si sarebbero ritrovati con azioni della nuova entità *EssilorLuxottica* quotate sulla piazza di Parigi (circuito delle Borse *Euronext*);

- non aderire all'offerta di concambio; scegliendo questa opzione gli azionisti si sarebbero rimessi alla scelta della maggioranza. Nel caso in cui fosse stata raggiunta o superata la soglia del 95% si sarebbero ritrovati comunque obbligati a convertire le loro azioni *Luxottica*. Nel caso di percentuale tra il 90% e il 95% sarebbero stati oggetto di una proposta residuale di concambio (probabilmente ad una cifra meno conveniente rispetto a quella dell'OPS). Nel caso di percentuale inferiore al 90%, invece, si sarebbero ritrovati in mano azioni *Luxottica* ancora quotate su Borsa Italiana ma con un flottante talmente ridimensionato da rendere l'investimento poco liquido e comunque soggetto alla possibilità di *delisting* futuro dell'azienda;

- vendere sul mercato le azioni *Luxottica* prima del 28 novembre 2018 (scadenza dell'Offerta Pubblica di Scambio): questa via avrebbe evitato sia di possedere nuove azioni *EssilorLuxottica* quotate su un mercato estero, sia di possedere azioni *Luxottica* eventualmente ancora quotate a Piazza Affari ma con una profondità di mercato molto scarso.

4.6. GLI EFFETTI PER GLI INVESTITORI

Per l'investitore che ha scelto di aderire al concambio di azioni non ci sono state differenze sostanziali sul proprio portafoglio: sul conto è stato registrato

il possesso di 46 azioni *EssilorLuxottica* al posto di ogni 100 azioni *Luxottica*. La somma frazionale eventualmente residuale è stata monetizzata sul conto dell'investitore.

Il destino di chi ha deciso di vendere le proprie azioni *Luxottica* prima del 28 novembre invece è dipeso dal prezzo di carico del titolo in portafoglio. Solo coloro che avevano il titolo in carico ai valori del 2015 (massimi storici del titolo) ha subito minusvalenze. Tutti coloro che hanno acquistato il titolo tra il secondo e l'ultimo trimestre del 2016 (prima dell'annuncio della fusione con *Essilor*) se la sono cavata con plusvalenze potenziali che vanno da qualche punto percentuale finanche al 20 e 30 per cento. Nessun problema per chi aveva il titolo dal 2001 e successivi (fino al 2015).

Qualsiasi opzione gli investitori avessero deciso di seguire avrebbero dovuto prestare attenzione anche alle implicazioni fiscali che ne sono derivate.

Chi ha deciso di liquidare l'investimento in *Luxottica* è soggetto alla tassazione dell'eventuale plusvalenza al 26%, ossia l'aliquota al momento vigente in Italia.

Chi invece ha deciso di aderire all'OPS e ottenere titoli della nuova *EssilorLuxottica* deve considerare il regime di doppia tassazione cui saranno soggetti i futuri dividendi. Visto che la sede fiscale di *EssilorLuxottica* è in Francia l'investitore italiano che riceverà i futuri utili dovrà pagare una doppia aliquota: il 12,8% in Francia (aliquota ridotta rispetto allo scorso anno quando ammontava al 30%) e il 26% in Italia, per una ritenuta complessiva del 35,472% sul lordo del dividendo.

CONCLUSIONI

L'applicazione dello strumento giuridico della fusione consente di realizzare integrazioni strategiche fra due o più aziende e nel contempo anche la veste giuridica si adegua alla nuova sistemazione organizzativa.

Tali obiettivi vengono raggiunti come se si trattasse di un acquisto d'azienda ma senza l'implicazione di un esborso di mezzi finanziari tipici di un mero acquisto.

In alcuni casi, la fusione può costituire solo la seconda fase di un'operazione di acquisto programmata e realizzata in più fasi.

In linea generale e di principio, può ritenersi che un'operazione straordinaria di fusione, affinché possa caratterizzarsi da fondate giustificazioni sotto l'aspetto economico-aziendale, dovrebbe comportare, quale risultato finale, il conseguimento di un beneficio economico misurabile in un maggior valore economico del sistema aziendale che si va a creare, rispetto alla mera sommatoria dei valori economici delle singole aziende partecipanti.

Prendendo in esame il caso specifico, nell'anno 2018 *EssilorLuxottica* ha fatturato euro 16.160.000 (+3,2 % a cambi costanti). Il margine lordo pro-forma *adjusted* è leggermente sceso al 62,9% (-0,2% rispetto al 2017), mentre l'utile operativo pro-forma *adjusted* si è attestato a € 2.572 milioni con un incremento dell'1,2% a cambi costanti. Il margine operativo pro-forma *adjusted* ha chiuso l'anno al 15,9%, sostanzialmente stabile a cambi costanti. L'utile netto pro-forma *adjusted* è diminuito dell'1,7% a 1.871 milioni di euro. Il margine netto *adjusted* si è mantenuto all'11,6 % ed infine l'indebita-

mento finanziario netto è stato di 1,9 miliardi di euro, a testimonianza della capacità del Gruppo di generare flussi di cassa significativi.

Il *business* è migliorato in tutte le geografie, a dimostrazione dell'efficacia delle iniziative strategiche dei progetti di crescita.

Alla *performance* positiva della *NewCo* hanno contribuito sia *Luxottica* che *Essilor*.

Nel 2018 *Essilor* ha perseguito una strategia di crescita incentrata su tre fattori chiave: innovazione di prodotto e di servizio su tutti le i portafogli di prodotto; espansione geografica e distribuzione multicanale mediante professionisti dell'ottica, negozi a gestione diretta e vendite *online* ed una politica di acquisizione e *partnership* mirata.

Grazie a questa strategia, nel corso del 2018, si è concretizzato un incremento delle vendite.

Essilor ha fatturato 7.459 milioni di euro, con un incremento del 4,6% rispetto all'anno precedente su base omogenea, contando anche la crescita del 5,7% nel quarto trimestre del 2018.

Un risultato superiore all'obiettivo iniziale di una crescita omogenea del 4% circa. La crescita aggiuntiva ha permesso alla società di continuare ad investire in progetti molto promettenti nei settori della miopia e della digitalizzazione e di rafforzare le iniziative relative alla sua *mission* e all'iniziativa "25 *New Vision Generation*".

Altri importanti risultati sono stati:

- una crescita sostenuta della divisione *Lenses & Optical Instruments*, dove

i ricavi sono aumentati del 4,2% su base omogenea, in particolare grazie alla forza di nuovi prodotti delle famiglie di prodotto *Transitions*, *Varilux* e *Eyezen*TM;

- un forte incremento delle vendite di occhiali da sole e dei *readers*, con ricavi in aumento dell'8,1% su base omogenea. La *performance* beneficia in particolare della forte crescita in Cina, con *Xiamen Yarui Optical (Bolon*TM) e i negozi *MJS*, e negli Stati Uniti, dove il marchio Costa® si è ulteriormente rafforzato;

- una crescita a doppia cifra delle vendite *on line* con una *performance* particolarmente significativa in India, nelle lenti correttive e nei prodotti di fascia media, che dimostra la capacità di *Essilor* di identificare i segmenti più promittenti anno dopo anno;

- un aumento delle vendite a tassi di cambio costanti di oltre il 10% nei paesi a crescita rapida, che rappresentano ormai un quarto dei ricavi totali della società;

- una graduale ripresa delle politiche di acquisizione e *partnership* con il completamento di otto transazioni che rappresentano ricavi per l'intero esercizio pari a quasi 68 milioni di euro;

- una gestione finanziaria attenta che ha permesso alla *Essilor* di ridurre sostanzialmente il proprio debito netto.

Dal punto di vista quantitativo, gli obiettivi economico-finanziari dell'operazione di fusione possono essere riassunti come segue.

Il margine lordo industriale si è attestato al 58,6%, aumentando dello 0,4%,

in quanto l'utile lordo industriale si è attestato a 4.372 milioni di euro. Tale incremento è riconducibile al recupero di efficienza, ad un'evoluzione favorevole al *mix* di prodotti sostenuta dalla solida crescita delle vendite di lenti *Transitions*, *Varilux*, *Crizal* e *Eyezen*TM e di nuovi prodotti, come le lenti antiriflesso *Crizal Sapphire 360°* e le lenti progressive *Varilux X Series*.

Il margine di contribuzione *adjusted*, l'usuale indicatore di redditività della società, si è attestato al 18,1% dei ricavi nonostante si siano intensificati gli investimenti in nuovi, promettenti segmenti.

Su base pro-forma, l'utile operativo *adjusted* è risultato pari al 16,5% delle vendite.

L'aliquota fiscale effettiva su base *adjusted* è diminuita di 90 punti base, al 21,6%, grazie all'eliminazione dell'imposta sui dividendi e ad un *mix* geografico favorevole.

L'utile netto *adjusted* è stato pari a 923 milioni di euro rispetto ai 942 milioni di euro del 2017.

Per quanto riguarda *Luxottica* il 2018 è stato un ulteriore anno di crescita, con vendite consolidate superiori a 8.929 milioni di €, in aumento dell'1,5% a cambi costanti (-2,8% a cambi correnti a causa della svalutazione del dollaro statunitense e australiano e del Real brasiliano). La seconda metà dell'anno ha mostrato un'accelerazione delle vendite rispetto ai primi sei mesi dell'anno, favorita da un progressivo miglioramento della *performance* del *business wholesale* in Europa.

Entrambe le divisioni di *Luxottica* hanno contribuito all'andamento positivo

delle vendite nell'anno 2018, con il *business wholesale* che mostra una forte accelerazione nella seconda parte dell'anno e il *business retail* che conferma una solida crescita.

I ricavi del Gruppo sono stati trainati da Nord America, Asia-Pacifico e America Latina. L'Europa ha registrato vendite in flessione dello 0,8% a cambi costanti, ma a confronto di un 2017 e del triennio 2015-17 in cui la crescita era stata rispettivamente del 13,4% e del 27% a cambi costanti. Ancora una volta *Ray-Ban* ha guidato la *performance* in ogni segmento e area geografica, grazie ad una forte strategia di comunicazione globale e alla gestione integrata del marchio su tutti i canali.

Le vendite della divisione *Wholesale* sono state pari a 3.194 milioni di €, in calo dell'1,1% a cambi costanti (- 5,2% a cambi correnti), evidenziando un miglioramento continuo nel corso dell'anno grazie alla solida crescita in Nord America, Giappone e Corea. I risultati del *business wholesale* nella prima parte dell'anno sono stati influenzati negativamente dalle nuove politiche commerciali verso gli operatori *on line* e i clienti *wholesale* europei, nonché dalla ristrutturazione della rete distributiva in Cina. Le vendite della divisione *Wholesale*, inclusa l'Europa, sono tornate a crescere nel terzo trimestre, con un'accelerazione negli ultimi tre mesi dell'anno pari a +3,4% a cambi costanti (+ 2% a cambi correnti), confermando il valore delle iniziative intraprese. Il Gruppo ha proseguito l'espansione della sua distribuzione diretta con l'apertura di nuove filiali *wholesale* in Medio Oriente nel 2018 e a *Taiwan* ad inizio 2019.

Nel 2018, la divisione *Retail* è cresciuta del 3% a cambi costanti (-1,4% a cambi correnti), sostenuta principalmente da *Sunglass Hut*, dal *business retail* ottico in Australia, da *Target Optical* e dalle piattaforme *e-commerce*. La solida *performance* delle vendite ha confermato l'efficacia di iniziative strategiche volte al miglioramento del modello operativo e della capacità dei marchi *retail* del Gruppo di eseguirle, offrendo, allo stesso tempo, una migliore esperienza al consumatore. Le vendite omogenee (che non includono le vendite *e-commerce*) sono aumentate dello 0,5% con un miglioramento in tutte le aree geografiche ad eccezione del Nord America, dove sono rimaste stabili.

La qualità dell'offerta globale di *Sunglass Hut* ha spinto i ricavi della catena nel mondo, in crescita del 5,7% a cambi costanti, grazie al contributo positivo di tutte le geografie. Le vendite di *LensCrafter* in Nord America sono state in linea con l'anno 2017.

Nel 2018, il fatturato delle piattaforme *e-commerce* del Gruppo, pari a circa il 5% delle vendite totali, è cresciuto del 14% a cambi costanti. *Ray-Ban.com* si è confermato il principale motore del *business on line* del Gruppo.

L'utile netto *adjusted* del 2018 è diminuito del 2%, a 951 milioni di euro (6,7% a parità di cambi, superando il miliardo di euro) per il difficile confronto con il livello record del 2017, anno nel quale i risultati del conto economico hanno beneficiato di proventi non ricorrenti generati dall'accordo di *Patent Box* italiano per gli anni 2015 e 2016 e dalla riforma fiscale statunitense. Escludendo l'impatto di 159 milioni di euro di queste voci non ricor-

renti sui risultati del 2017, il margine netto del 2018 sarebbe stato in aumento di 90 punti base, beneficiando dell'efficace gestione finanziaria e di *business*. Per il secondo anno consecutivo, nel 2018 il margine netto è stato superiore alla soglia del 10%.

La generazione di cassa è stata pari a 923 milioni di euro nel 2018; al netto dell'effetto cambi sarebbe stata di circa 1,1 miliardi di euro.

C'è stato un decremento, del 42% circa, rispetto al 2017, dell'indebitamento netto, che ha determinato un ulteriore miglioramento del rapporto "Indebitamento netto/EBITDA *adjusted*" sceso a 0,2%⁴⁸.

⁴⁸ <https://www.essiloluxottica.com/it/comunicatistampa-finanziari-e-documenti>

Bibliografia

Antifora R., *La fusione delle società. Lineamenti civilistici, contabili e fiscali. Con cd-rom*, Sistemi Editoriali 2010.

Attanasio A., *Fusione e scissione di società. Aspetti civilistici, tributari e contabili*, Experta 2008.

Bana M., *Sopravvenienze parzialmente imponibili in caso di piani attestati e ristrutturazioni*, in *Il quotidiano del Commercialista*, Rassegna stampa del 21 giugno 2012.

Bianchi L.A., *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore 2002.

Bianchi L.A., *Trasformazione, fusione, scissione: artt. 2498—2506-quater c.c.*, Egea 2006.

Buffelli G.- Sirtoli M., *Le operazioni straordinarie della società. Trasformazione, fusione, scissione, conferimento, cessione, liquidazione. Implicazioni civilistiche, contabili e fiscali, modalità di attuazione, esempi pratici*, Giuffrè 2006.

Cacchi Pessani S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out: l'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano 2007.

Cagnasso O.- D'Arrigo M.- Gallarati A.- Panzani L.- Quaranta M.T., *Trasformazione, fusione e scissione*, Giuffrè, Milano 2012.

Cardone R., *La fusione delle società*, Giuffrè, Milano 2016.

Coltraro G., *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano 2012.

Confalonieri M., *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società. Aspetti civilistici, contabili e fiscali delle operazioni straordinarie*, Il Sole 24 Ore 2017.

De Rosa L.- Russo A., *Operazioni straordinarie I- La fusione*, Il Sole 24 Ore 2016.

Garegnani G.M., *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: cambio e Mlbo*, Giuffrè 2006.

Danovi A.- Guida A., *Valutazione d'azienda e giudizio di congruità nelle operazioni di fusione. Alcune evidenze empiriche per il sistema italiano*, in *Economia & Management* 4/2005.

Dezzani F.- Dezzani L.- Santini R., *Operazioni straordinarie. Con dvd*, Egea 2009.

Di Martino M.C., *La fusione "concordataria" delle società di capitali*, Editrice AGR 2013.

Enna G., *Fusione, scissione e scorporo di società. Aspetti giuridici, rilevazioni contabili, fiscalità*, Sistemi Editoriali 2007.

Ferri G. - Rescio G.A.- Rosapepe R., *La trasformazione, la fusione e la scissione, lo scioglimento e la liquidazione*, CEDAM 2015.

Fondazione Accademia Romana di Ragioneria Giorgio di Giuliomaria, *Nota Operativa n.10/2016*

Forte N.- Milone A., *Manuale della fusione societaria*, Il Sole 24 Ore 2006.

Gigliotti, *Sull'analisi degli effetti del Decreto Sviluppo*, Decreto Sviluppo ultime novità fiscali, *Fiscal Focus*, 2 dicembre 2012.

Giordano A., *Le operazioni di fusione societaria*, Istituto Poligrafico dello Stato 2007.

Il Sole 24 Ore, *EssilorLuxottica: nel primo trimestre ricavi +7,5% a 4,2 miliardi*, 7 maggio 2019

Il NordEst Quotidiano, *Primo bilancio EssilorLuxottica: 16 miliardi di ricavi*, 8 marzo 2019.

OIC, *Principi Contabili. Fusione e scissione*, Giuffrè, Milano 2007

Magliulo F., *La fusione delle società, E-book*, Ipsoa, 2010.

Marchetti P.G., *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in Rivista del Notariato, 1991, pag.34.

Marra A., *Le operazioni straordinarie aziendali. La fusione societaria*, Maisto 2007.

Marsiglia B., *Le operazioni di fusione tra soggetti IAS*, Aracne 2012

Moro Visconti R., *Fusioni tra società*, Buffetti 2006.

My. L., *Il Sole 24 Ore*, 20 marzo 2019.

Palea V., *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, Giappichelli 2001.

Paolone G., *Le gestioni straordinarie, aspetti normativi ed economico-aziendali*, Giappichelli 2004, pag.140.

Perotta R.- Bertoli L., *Le operazioni straordinarie. Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*, Giuffrè, Milano 2015.

Perotti R., *La fusione inversa. Disciplina interna e principi contabili internazionali*, Giuffrè, Milano 2007.

Potito L., *Fusione inversa*, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, 1/2003.

Rebecca G. - Zanni M., *Perdite fiscali. Guida operativa*, Il Sole 24 Ore 2012.

Rossi S., *Le fusioni in Italia, un'analisi empirica*, in *Finanza & Marketing e Produzione*, 2/1999 pag. 43.

Ruggeri P., *L'irreversibilità della fusione societaria*, CEDAM 2012.

Sacchi A., *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c. e 158 comma primo TUIF*, in *Governo, dell'impresa e mercato delle regole; scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè 2002, Tomo I, pag. 711.

Santagata C., *Le fusioni Volume 7''1 del Trattato delle Società per Azioni*. diretto da G. E. Colombo e G. Portale, UTET 2004, pag. 325 e seguenti.

Savioli G., *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè 2012, II ediz., pag. 263.

Scipione S., *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie. Trasformazione, fusione, conferimento, scissione, liquidazione delle società di capitali*, UTET 2006.

Serra A. opera diretta da, coordinata da Demuro, *Trasformazione, fusione, scissione. Con e-book*, Zanichelli 2014.

Terenchi, *Sindacabilità della congruità del rapporto di cambio nel progetto di fusione*, in *Le Società* 8/1995, pag. 1088 (nota a sentenza del Tribunale di Udine 21 marzo 1995).

Vicari A., *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano 2004.

Zanetti E., *La fusione delle società. Procedura ordinaria e semplificata. Aspetti contabili e rapporto di cambio. Disciplina fiscale e profili elusivi. Formulario e check list degli adempimenti*, Il Sole 24 Ore 2006.

Sitografia

http://europa.eu/rapid/press-release_IP-17-3481_it.htm

<https://www.essilorluxottica.com/it/comunicatistampa-finanziari-e-documenti>

teleborsa.it/News/2019/05/13/essilorluxottica-raggiunto-accordo-per-superare-problemi-governance