

## Il valore effettivo nella scissione: riflessioni sulla stima

di Massimo Buongiorno – docente di finanza aziendale, Università Bocconi di Milano e Università Ca' Foscari di Venezia

*Il valore effettivo del patrimonio delle società partecipanti ad una scissione costituisce ai sensi dell'articolo 2506-quater cod. civ. comma 3 il limite della responsabilità a fronte dei debiti della società scissa prima della scissione.*

*Il Legislatore ha utilizzato una terminologia che non trova un esatto corrispondente nella letteratura aziendalistica, lasciando ampi spazi ad interpretazioni differenti.*

*Unanime posizione di giurisprudenza e dottrina porta a ritenere che il valore effettivo non coincida con il valore di bilancio del patrimonio netto, ma che debbano essere considerati i valori di mercato.*

*Il riferimento più autorevole è quello dell'Oic 4 che ritiene si debba procedere ad una valutazione patrimoniale semplice riallineando le attività e passività di bilancio al loro valore corrente. La differenza tra tali valori costituisce il patrimonio netto rettificato che costituisce il limite di responsabilità delle società partecipanti alla scissione.*

*Nel seguito del presente articolo si dimostrerà con un esempio che tale posizione si traduce in una minor tutela dei creditori quando oggetto della scissione sia costituito da aziende e rami d'azienda e non da un insieme disorganico di beni.*

### **L'interpretazione della previsione normativa dell'articolo 2506-quater, comma 3, cod. civ.**

La scissione è un'operazione straordinaria che si può prestare ad esigenze ed opportunità molto diversificate, per cui il Legislatore ha previsto all'interno della medesima disciplina numerose fattispecie diverse che riguardano:

1. la natura della beneficiaria, che può essere una *newCo* o una società già esistente;
2. le modalità di attribuzione delle azioni/quote di nuova emissione da parte della beneficiaria, distinguendo le scissioni proporzionali per le quali le suddette modalità rispettano la compagine societaria (e le relative quote) della scissa dalle non proporzionali nelle quali può differire;
3. la sopravvivenza della scissa (scissioni parziali) o la sua estinzione (scissioni totalitarie).

In ogni caso, la scissione consente di scindere non solamente attività e passività ma anche "porzioni" di patrimonio e trasferirle ad una beneficiaria che non mantiene rapporti di partecipazione, come invece nel caso del conferimento.

Nell'ipotesi di beneficiaria-*newCo* si viene a creare una nuova società che riceve attività nette e patri-

monio da una scissa, rimanendone completamente autonoma.

Si supponga il caso di una scissa con rilevante indebitamento e che la beneficiaria-*newCo* riceva un compendio immobiliare od aziendale di rilevante entità, ma privo di debito che rimane interamente nella scissa.

È evidente che tale operazione potrebbe tradursi in un danno per il creditore che vede ridursi le attività poste a servizio e a garanzia del suo credito.

Il Legislatore si è occupato di questo aspetto nella disciplina delle scissioni all'articolo 2506-quater cod. civ. che al comma 3 recita: "*Ciascuna società è solidalmente responsabile, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad essa assegnato o rimasto, dei debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico*".

L'eventuale inadempimento delle obbligazioni contratte dalla scissa, anteriormente alla scissione, e in capo alla società che se ne prende carico comporta che le tutte le società partecipanti ne siano responsabili in via sussidiaria (si ritiene con beneficio di escussione) e solidale, ma limitatamente al valore effettivo del patrimonio assegnato ad una beneficiaria o rimasto nella scissa. Tale disciplina è richiamata

anche dall'articolo 2506-*bis*, comma 3 cod. civ. che disciplina la responsabilità dei debiti la cui destinazione non è desumibile dal progetto di fusione. Anche in questo caso il Legislatore limita la responsabilità al valore effettivo del patrimonio.

Il Legislatore torna sul punto all'articolo 2056-*ter* cod. civ. comma 2 dove richiede agli amministratori di indicare nella relazione il valore effettivo del patrimonio trasferito o rimasto.

Tornando all'esempio descritto sopra, la scissione non comporta alcun danno per i creditori posto che l'eventuale insolvenza di una o più delle società partecipanti alla scissione può trovare copertura nel patrimonio delle altre, pur nei limiti del valore effettivo dello stesso. In tal senso il patrimonio, messo a disposizione dei creditori, rimane analogo dopo la scissione.

## La natura del “valore effettivo” del patrimonio

Il tema centrale della disciplina della responsabilità solidale delle società partecipanti alla scissione è pertanto quello del “valore effettivo”, che costituisce il limite alla responsabilità di ciascuna società.

La terminologia utilizzata dal Legislatore non trova però adeguato riscontro nella letteratura che tratta dei metodi e criteri di valutazione delle aziende.

La nozione di valore di riferimento del patrimonio di un'azienda (o di un ramo), secondo i Piv (I.6.2)<sup>1</sup>, richiama le cinque seguenti configurazioni:

1. valore di mercato, inteso come il prezzo al quale l'azienda (o il ramo) può essere negoziato da operatori generici e non definiti a condizioni normali;
2. valore di investimento, inteso come il valore corrente dei benefici futuri che i soci potranno ottenere in futuro;
3. valore negoziale equitativo, inteso come il valore di un'azienda nell'ipotesi di negoziazione tra soggetti definiti e tenendo conto dei benefici sinergici specifici;
4. valore convenzionale, ovvero sia calcolato secondo parametri definiti per legge;
5. valore di smobilizzo, inteso come valore di cessione in ipotesi di chiusura anticipata dell'investimento. Il valore di liquidazione è il valore di smo-

bilizzo in caso di assoggettamento dell'impresa a procedura concorsuale.

Il riferimento ai Piv pare opportuno posto che essi rappresentano una sorta di punto di incontro tra la teoria e la migliore prassi applicativa in tema di valutazione di aziende: come si può notare, la dizione “valore effettivo” non è ricompresa tra le cinque configurazioni di valore e non è nemmeno rintracciabile nel corpo del testo.

L'interpretazione della norma diviene pertanto disagevole e difficilmente ancorabile a nozioni certe e non opinabili.

Quanto appare ormai acquisito è che il valore effettivo del patrimonio non può coincidere con il valore di bilancio del patrimonio stesso.

Supportano tale convincimento i seguenti punti:

1. se il Legislatore avesse voluto limitare la responsabilità delle società partecipanti alla scissione al valore di bilancio del patrimonio netto lo avrebbe indicato con chiarezza e non avrebbe fatto ricorso alla parola “effettivo” che, invece, porta a ritenere che si debba intendere qualcosa di diverso;
2. la *ratio* della norma è quella di limitare la responsabilità delle società ad un valore realizzabile sul mercato del patrimonio e, quindi, utilizzabile per soddisfare i creditori. In tal senso, il riferimento al valore di bilancio del patrimonio sarebbe fuorviante con possibili sopravvalutazioni, ma soprattutto sottovalutazioni come sempre accade in presenza di avviamento e di rilevanti plusvalenze;
3. la recente giurisprudenza è chiaramente orientata nel senso di attribuire al patrimonio netto un valore più vicino a quello di mercato che non a quello di bilancio. A tale proposito, il Tribunale di Milano (sentenza n. 48487/2013) dovendosi esprimere in merito ad una richiesta di sequestro conservativo proprio nella fattispecie prevista dall'articolo 2506-*quater*, comma 3, cod. civ., ha precisato che il valore effettivo del patrimonio, costituito nel caso di specie da un immobile, non debba intendersi quello risultante in bilancio, bensì quello corrente. Nello stesso senso anche il Tribunale di Verona (sentenza 20 novembre 2012) si è espresso nei seguenti termini: “Sul punto vale la pena precisare che per

<sup>1</sup> OIV, Principi Italiani di Valutazione, 2015.

*“valore effettivo” (le virgolette sono nel testo originale) deve intendersi, in conformità alla dottrina aziendalistica, non il valore del patrimonio netto contabile, bensì il valore del patrimonio “rettificato” (le virgolette sono nel testo originale), valutando le attività a valori correnti per stabilire quali beni delle società beneficiarie e della società scissa e per quale valore concorrono a costituire la garanzia per i creditori, ai sensi dell’articolo 2506-quater, comma 3, cod. civ. in ipotesi di mancato pagamento dei debiti della società scissa trasferiti alle beneficiarie”.*

La sentenza richiama esplicitamente l’Oic 4 (Fusioni e scissioni) che assume la seguente posizione sul punto di interesse (pagina 60): *“Per “valore effettivo” (le virgolette sono nel testo originale) deve intendersi, come ritenuto dalla dottrina, non il valore del patrimonio netto contabile, bensì il valore del patrimonio “rettificato” (le virgolette sono nel testo originale), valutando le attività a valori correnti per stabilire quali beni delle società beneficiarie e della società scissa e per quale valore concorrono a costituire la garanzia per i creditori, ai sensi dell’articolo 2506-quater, comma 3, cod. civ. in ipotesi di mancato pagamento dei debiti della società scissa trasferiti alle beneficiarie. La medesima indicazione è richiesta dall’articolo 2506-bis, comma 3, cod. civ. per determinare i limiti quantitativi dell’obbligazione solidale delle società beneficiarie nell’ipotesi dell’insorgere di passività la cui destinazione non sia desumibile dal progetto di scissione”.*

Si nota che il richiamo alla “dottrina” non esplicita i riferimenti bibliografici ed invero il tema centrale oggetto di dibattito in letteratura è la rilevanza delle indicazioni di valore effettivo fornite dagli amministratori<sup>2</sup>, soprattutto in ipotesi di assenza di indicazione o di rinuncia da parte dei soci alla relazione che fa venir meno una informazione assai rilevante per i creditori. Minori sono i riferimenti alla tecnica valutativa che in parte supportano la tesi dell’Oic 4, assimilando la stima del valore effettivo alle valutazioni di conferimento, per cui si ritiene sufficiente che nella Relazione gli amministratori indichino che il valore effettivo è superiore a quello di

bilancio, al limite senza quantificarne il valore<sup>3</sup>.

Altri, invece<sup>4</sup>, paiono supportare una posizione diversa che richiede la stima del valore di mercato del patrimonio senza limitarsi al mero riallineamento ai valori correnti delle attività e passività.

Non si esprimono, invece, sul punto i Piv che nella sezione dedicata alle fusioni e scissioni si occupano solamente dei criteri valutativi da utilizzare per la stima del rapporto di cambio/assegnazione senza entrare nel merito di specifico interesse.

## Esempio

Si consideri una società Alfa Spa con attività di bilancio pari a 15 milioni di euro e passività pari a 12 milioni di euro sicché il patrimonio netto è pari a 3 milioni di euro.

Viene deliberata una scissione totalitaria a favore di due beneficiarie newCo, Beta Spa e Delta Spa che ricevono rispettivamente:

1. Beta: attività per un valore di bilancio pari a 7 milioni di euro e passività per 5 milioni di euro corrispondenti ad un ramo di azienda che si occupa di un *business* specifico. Il valore del patrimonio netto di bilancio è pari a 2 milioni di euro;
2. Delta: attività per un valore di bilancio pari a 8 milioni di euro e passività per 7 milioni di euro corrispondenti ad un altro ramo di azienda. Il valore del patrimonio netto di bilancio è pari a 1 milione di euro.

Riallineando i valori di bilancio a quelli correnti si ottiene per Beta un incremento di valore pari a 0,5 milioni di euro che portano il patrimonio netto rettificato a 2,5 milioni di euro e per Delta l’emergere di differenze non apprezzabili per cui il patrimonio netto di bilancio coincide con quello rettificato (1 milione di euro).

Poiché il ramo trasferito a Beta comprende un significativo avviamento (implicito nel portafoglio prodotti e clienti e in una specifica tecnologia), se la valutazione fosse avvenuta facendo emergere il valore di mercato del patrimonio quest’ultimo sarebbe stato di 5 milioni di euro (avviamento di 3 milioni di euro maggiore del patrimonio netto contabile e maggio-

<sup>2</sup> Ad esempio E. Zanetti, *“Manuale delle operazioni straordinarie. Cessioni e conferimenti d’azienda. Fusioni e scissioni societarie”*, Eutekne, 2011, arriva a sostenere l’opportunità di una perizia di stima di un esperto indipendente a conferma dei valori.

<sup>3</sup> Cfr. M. Confalonieri, *“Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società”*, Il Sole 24 Ore, 2012.

<sup>4</sup> Cfr. G. Bruni, *“Fusioni & scissioni. Profili strategici e economici”*, Giuffrè, 2009 ma anche L. Potito, *“Le operazioni straordinarie nell’economia d’impresa”*, Giappichelli, 2009.

re di 2,5 milioni di euro rispetto al patrimonio netto rettificato per le sole attività e passività di bilancio). Al contrario, il ramo trasferito a Delta presenta numerose difficoltà e profili di rischio che comporta l'emergere di un avviamento negativo (*badwill*) pari a 0,5 milioni di euro sicché il valore di mercato del patrimonio netto scende a 0,5 milioni di euro (1 milione di euro di patrimonio netto di bilancio uguale a quello rettificato meno 0,5 milioni di euro di avviamento negativo).

Dopo un certo periodo di tempo, Delta fallisce e conseguentemente non è in grado di far fronte alle passività per 7 milioni di euro ricevute da Alfa, facendo sorgere una responsabilità in capo a Beta ai sensi dell'articolo 2506-*quater*, comma 3, cod. civ.

Ipotizzando che Beta sia sufficiente capiente e solvibile, rimane ora da stabilire il limite della sua responsabilità.

Sono possibili, come si è visto, tre soluzioni:

1. coincidenza tra patrimonio netto di bilancio e valore effettivo per cui la responsabilità di Beta è limitata a 2 milioni di euro;
2. coincidenza tra patrimonio netto rettificato e valore effettivo per cui la responsabilità di Beta si estende a 2,5 milioni di euro;
3. coincidenza tra valore di mercato del patrimonio e valore effettivo per cui la responsabilità di Beta si estende a 5 milioni di euro.

Da quanto sopra, risulta evidente che la prima soluzione è impercorribile per comune orientamento di giurisprudenza e dottrina.

La seconda soluzione è quella indicata dall'Oic 4 (e seguita da alcuni Tribunali), ma è significativamente penalizzante per i creditori che avrebbero trovato maggior tutela nel valore corrente di mercato.

La posizione dell'Oic 4 è completamente condivisibile quando il patrimonio di una società partecipante alla fusione sia costituito da un insieme eterogeneo di beni che non sono configurabili come azienda ovvero non consentono l'esercizio di una attività di impresa. In tal caso correttamente l'Oic 4 sostiene che rilevi il valore corrente e non quello di bilancio di ciascun bene.

Se viene, invece, trasferita una azienda o un ramo d'azienda il discorso cambia perché non è più sufficiente considerare la somma del valore di mercato

dei beni, ma si rende necessaria una valutazione complessiva delle capacità reddituali del complesso organizzato di beni per esercitare l'impresa.

Ciò, alla luce della evidente finalità a tutela dei terzi creditori che ispira la disciplina in esame. Infatti, il metodo patrimoniale semplice, proposto dall'Oic 4, è un criterio valutativo che la dottrina unanime e gli stessi Piv riconoscono applicabile per limitati casi di imprese, quali le immobiliari e le *holding* pure che si configurano come contenitori di *asset* passibili di valutazioni specifiche (gli immobili e le partecipazioni). Negli altri casi, il patrimonio netto rettificato esclude dalla stima gli intangibili e l'avviamento (in quanto non presenti in bilancio) con la conseguenza che non vengono considerate le future prospettive di reddito dell'azienda.

Si ritiene quindi che sia imprescindibile, nel caso di aziende o rami di aziende, l'indicazione nella relazione degli amministratori di una stima a valori di mercato del patrimonio netto. Tale stima può essere effettuata con tutti i criteri ritenuti accettabili, ma dovrebbe comunque, come nel caso delle perizie di conferimento, attribuire il valore alle specifiche attività nette di bilancio, agli intangibili o all'avviamento come categoria residuale.

La possibile obiezione che gli intangibili, data la loro natura, non possano costituire una idonea garanzia per i creditori non pare reggere.

In primo luogo, perché la norma intende porre un limite massimo di valore alla responsabilità delle società partecipanti sulla base del valore al momento della scissione che potrà non essere raggiunto in caso di necessità, ad esempio, perché si sono modificate le condizioni di mercato o per la impossibilità a cedere sul mercato certi *asset*.

In secondo luogo perché non è affatto detto che certi intangibili abbiano mercato di beni tangibili. Si pensi alla differenza tra cedere sul mercato un marchio solido e riconosciuto rispetto ad un fabbricato industriale in un'area nella quale ve ne sono in abbondanza sfitti o in vendita.

Andrà infine ricordato che ove la scissione non avesse avuto luogo, i creditori della scissa sarebbero stati tutelati dal valore di mercato del ramo di Beta in quanto cedibile sul mercato per 5 di euro milioni da destinare al loro soddisfacimento.

In sintesi la posizione dell'Oic 4 è allineata ad una

# GESTIONE ECONOMICO-AZIENDALE

ragionevole interpretazione della norma che ipotizza che il Legislatore ravvisi il limite di responsabilità nel valore realizzabile sul mercato, ma non coglie la differenza tra il trasferimento di un compendio aziendale e di un insieme eterogeneo di beni.

Sarebbe, pertanto, auspicabile una revisione del principio contabile che integri, per quanto attiene ai compendi aziendali, il patrimonio netto rettificato con il valore degli intangibili di bilancio, ove valutabili singolarmente, oppure con il valore dell'avviamento dove tale valutazione non è possibile. Sarebbe ugualmente auspicabile che, nella prossima revisione, i Piv si esprimano sul punto, trattandosi di aspetto tecnico che rientra maggiormente nell'ambito di competenza dell'Oiv.

 **Euroconference**  
Centro Studi Tributari

Convegni di aggiornamento

*mezza giornata*

## GESTIONE DEI RAPPORTI CONFLITTUALI FRA SOCI

<b>Alessandria</b>	<b>Belluno</b>	<b>Bologna</b>	<b>Brindisi</b>	<b>Busto Arsizio</b>	<b>Cagliari</b>
<b>Catania</b>	<b>Catanzaro</b>	<b>Cremona</b>	<b>Firenze</b>	<b>Forlì</b>	<b>Genova</b>
<b>Jesi (AN)</b>	<b>Milano</b>	<b>Modena</b>	<b>Napoli</b>	<b>Padova</b>	<b>Pesaro</b>
<b>Pescara</b>	<b>Pordenone</b>	<b>Roma</b>	<b>Torino</b>	<b>Treviso</b>	<b>Udine</b>
<b>Venezia</b>	<b>Verona</b>	<b>Vicenza</b>			

[ACCEDI AL SITO](#)

*I convegni fanno parte del ciclo di incontri Master Breve 2015/2016*