



# Società fiduciarie statiche: il valore strategico

*Requisiti e attività; il family office<sup>1</sup>*

**Massimo Paolo Gentili**  
Dottore commercialista  
Partner TMF, Garlati &  
Gentili S.p.A.

Risale al lontano 1939 (legge 1966 del 23 novembre) la prima disciplina delle società fiduciarie, quelle società che «si propongono, sotto forma di impresa, di assumere l'amministrazione di beni per conto di terzi, l'organizzazione e la revisione contabile di aziende e la rappresentanza dei portatori di azioni e di obbligazioni». <sup>2</sup> Con l'evoluzione dei mercati e delle tecniche di amministrazione e gestione dei patrimoni si sono venute a delimitare e consolidare, in funzione dei poteri conferiti alla società fiduciaria e dunque delle modalità concrete di svolgimento dell'attività, due differenti tipologie di società fiduciarie, le "fiduciarie ad amministrazione dinamica" o "fiduciarie dinamiche" e le "fiduciarie ad amministrazione statica", altresì note come "fiduciarie statiche". <sup>3</sup>

L'attività fiduciaria, in generale, si svolge utilizzando lo strumento giuridico dell'istituzione fiduciaria. Il cliente fiduciante conferisce al soggetto fiduciario la proprietà dei propri beni/patrimoni, mantenendone al contempo la facoltà dispositiva e di godimento dei relativi eventuali proventi, mentre il fiduciario assume la veste di mero intestatario nei confronti dei terzi con cui interagisce per conto del fiduciante stesso.

**In tale ambito le società fiduciarie dinamiche**, al pari delle società di intermediazione mobiliare di pura ge-

stione, si pongono quale obiettivo la valorizzazione del patrimonio conferito dal cliente. Tale risultato viene perseguito mediante una serie di operazioni di gestione dei beni volte a ottenere il migliore rendimento possibile, operazioni che, seppure nell'ambito di disposizioni contrattuali di indirizzo degli investimenti, vengono poste in essere dal fiduciario con ampia discrezionalità tecnico-professionale <sup>4</sup>. Per tale loro caratteristica, che le rende quindi assimilabili agli intermediari finanziari che prestano il servizio di gestione di portafogli, le fiduciarie dinamiche sono state ricondotte nell'alveo delle SIM <sup>5</sup> e,

<sup>1</sup>Per una più ampia disamina della problematica si rimanda a M.P. Gentili - O. Nava, *I gestori del risparmio. Regole essenziali*, Bancaria Editrice, 2006; si veda anche R. Moro Visconti - M.P. Gentili, *Come valutare gli intermediari finanziari*, Bancaria Editrice, 2005.

<sup>2</sup>Così l'art. 1 della legge 1966/1939, attuata con R.D. 531 del 22 aprile 1940.

<sup>3</sup>In tale senso si evidenziano la legge 1 del 2 gennaio 1991, art. 17, relativo alle società fiduciarie dinamiche; il D.P.R. 361 del 18 aprile 1994; il D.M. 16 gennaio 1995 relativo alle società fiduciarie statiche; il D.Lgs. 415/1996, art. 60, comma 4, relativo alle società fiduciarie dinamiche, articolo richiamato dall'art. 199 del Testo Unico Finanziario D.Lgs. 58 del 24 febbraio 1998, il quale, pur abrogando il decreto 415/1996, ha confermato la vigenza della disposizione dell'art. 60.

<sup>4</sup>Come rilevato da V. Carbone, "Nota a Tribunale Como 23 febbraio 1994", in *Le Società*, n. 5/1994, pag. 678 e da A. Montesano, "Intestazione fiduciaria di azioni e obbligo di rendiconto", in *Le Società*, n. 4/1996, pag. 408, nella fiduciaria dinamica il fiduciario può comprare e vendere i titoli, investire i frutti, operare al meglio, restando obbligato solo al rendiconto e alla restituzione degli utili della gestione al fiduciante in denaro o in titoli. Resta ferma la possibilità che l'obbligo del rendiconto può pattiziamente essere escluso o modificato. Ancora, V. Carbone (1994) rileva che la gestione dinamica del patrimonio comporta un ampio potere discrezionale della fiduciaria, che si impegna ad amministrare i valori secondo i criteri della propria professionalità e competenza, dietro corrispettivo di una provvigione per lo più svincolata dall'ammontare degli utili.

<sup>5</sup>Nello svolgimento di tale attività la società fiduciaria viene infatti considerata un vero e proprio intermediario finanziario, che può prestare il servizio di gestione di patrimoni mobiliari in nome proprio e per conto terzi, anche se solo in via esclusiva e con esclusione di ogni altro servizio di investimento.



pertanto, sottoposte, pur nel rispetto delle peculiarità che sono loro proprie, alla medesima disciplina. Peraltro, in virtù degli stringenti e onerosi requisiti patrimoniali, organizzativo-strutturali e di vigilanza, sono ormai considerati soggetti residuali nel senso letterale del termine, essendo a oggi solo sette le società di tale specie iscritte all'albo tenuto dalla Consob, su un totale, alla data del 31 dicembre 2005, di 380 società fiduciarie.

**Dall'altro lato si pongono le fiduciarie statiche**, che si caratterizzano principalmente, ma non solamente, per l'attività di conservazione dei patrimoni dei clienti<sup>6</sup>, vincolata a disposizioni puntuali del cliente, da questi impartite alla fiduciaria per ogni singola operazione. La struttura delle società fiduciarie statiche, per la specificità dell'attività svolta, risulta essere particolarmente articolata e normativamente dettagliata, sebbene alcune delle disposizioni in materia si caratterizzino per mancanza di attualità, evidenziando dunque la necessità di un aggiornamento, oltre che di un adeguamento allo sviluppo delle regole di mercato.

### Requisiti e attività

La società fiduciaria, cui è fatto obbligo di avere sede legale e direzione generale in Italia, può essere costituita in forma sia di società di capitali, sia di so-

cietà di persone<sup>7</sup> e nella sua denominazione o ragione sociale non devono essere contenute locuzioni che facciano riferimento ad attività finanziarie, di studio, di consulenza o di assistenza. Requisiti specifici sono altresì dettati relativamente al capitale sociale, prevedendosi che, qualora la fiduciaria abbia la forma di società di capitali, il capitale sociale sia pari a quello minimo richiesto per legge<sup>8</sup> e interamente versato.<sup>9</sup> Una quota del capitale sociale, per un importo non inferiore a circa 300 euro (equivalente alle 500.000 lire menzionate nella normativa), dovrà essere investita in titoli di Stato, costituiti in deposito vincolato presso un istituto di credito per tutta la durata della società, in ciò palesando l'anacronismo dei dettami normativi rispetto all'evoluzione degli strumenti di copertura dei rischi finanziari e operativi a disposizione del mercato.

Nell'oggetto sociale dovrà poi essere espressamente indicata l'attività che la società intende svolgere, concernente comunque l'amministrazione di beni per conto di terzi, l'intestazione fiduciaria degli stessi, l'interposizione nell'esercizio dei diritti eventualmente a essi connessi, la rappresentanza di azionisti e obbligazionisti, nonché l'organizzazione e revisione contabile di aziende.<sup>10</sup>

È altresì opportuno evidenziare che, sebbene l'oggetto sociale non possa indicare l'esercizio di attività di consulenza, la stessa possa in concreto essere svolta. Il Ministero delle attività produttive, al quale compete la

<sup>6</sup>Si veda F. Centiloni, "La legge sulle sim e le società fiduciarie: il 'punto' sulla riforma", in *Le Società*, 1992, pag. 1503.

<sup>7</sup>Sebbene ciò non sia espressamente previsto, è tuttavia evincibile dal combinato disposto degli artt. 3 della legge 1966/1939, 2 del R.D. 531/1940 e 5, terzo e quindicesimo punto, del D.M. 16 gennaio 1995.

<sup>8</sup>Che si ricorda essere pari a euro 120.000 in caso di Spa e Sapa ed euro 10.000 in caso di Srl.

<sup>9</sup>Inoltre il capitale non potrà essere impiegato, neppure parzialmente, nella sottoscrizione o nell'acquisizione di capitale di rischio:

- di società che controlla direttamente la fiduciaria;
- di società direttamente o indirettamente controllata dalla società che la controlla;
- di società che, in base alla composizione dei rispettivi organi amministrativi, risultino sottoposte alla stessa direzione della fiduciaria, o di altre società fiduciarie di amministrazione in misura superiore al limite di cui all'art. 2359, secondo comma, cod. civ.;
- nonché in operazioni di credito o in finanziamento diretto in alcuna delle società di cui ai precedenti punti.

Nel caso in cui la società sia costituita sotto forma di società di persone (Snc o Sas) e il capitale sociale versato non sia pari a quello minimo previsto per una società di capitali, ciascuno dei soci illimitatamente responsabili dovrà esibire un patrimonio adeguato agli scopi della società o, in alternativa, prestare garanzia di adempimento delle obbligazioni sociali, garanzia che avrà la forma di fideiussione bancaria o polizza assicurativa.

<sup>10</sup>Dall'oggetto sociale dovrà inoltre evincersi che la società non può effettuare nel proprio interesse operazioni comunque connesse agli affari relativi ai terzi amministrati. L'oggetto sociale, nell'ambito delle attività strumentali e complementari, non potrà prevedere:

- attività di consulenza finanziaria (che consiste nel fornire al cliente indicazioni utili per effettuare scelte di investimento e nel consigliare le operazioni più adeguate in relazione alla situazione economica e agli obiettivi del cliente stesso), di studio o di assistenza;
- attività industriali;
- la possibilità di contrarre debiti o assumere impegni finanziari o rilasciare garanzie sia in proprio sia nell'ambito dell'amministrazione di beni per conto terzi, salvo che si tratti di garanzie prestate e di impegni assunti per conto dei fiducianti nei limiti del patrimonio affidato, previo vincolo a tale fine, per l'intero periodo del contratto e previa autorizzazione dei fiducianti a utilizzare tale patrimonio per fare fronte alle garanzie;
- attività di certificazione di conti e bilanci (qualora la società intenda svolgere attività di revisione).



vigilanza sulle società fiduciarie, ha infatti espressamente riconosciuto, alla luce di quanto disposto dal D.Lgs. 58/1998 (TUF),<sup>11</sup> nonché dalla Consob in numerose pronunce, la possibilità per una fiduciaria statica di svolgere consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Tale possibilità è infatti ammessa alla luce del fatto che l'attività di consulenza finanziaria, inclusa tra i servizi accessori, è libera, non riservata a intermediari abilitati all'esercizio di servizi di investimento e può essere svolta da chiunque, in forma individuale o societaria.<sup>12</sup> Poiché non esiste alcuna disposizione a disciplina di tale attività, la stessa dovrà essere prestata nel rispetto dei più generali principi di correttezza e diligenza di diritto comune, tenuto conto, nel caso in cui l'attività sia prestata da una società fiduciaria statica, del fatto che la funzione propria svolta dalle società fiduciarie è l'attività di amministrazione di beni per conto terzi.<sup>13</sup>

Disposizioni specifiche sono dettate anche in tema di organi sociali, relativamente all'organo amministrativo e all'organo di controllo, prevedendosi in proposito il possesso di determinati requisiti di onorabilità e professionalità.<sup>14</sup>

Per quanto riguarda i servizi svolti, l'attività fiduciaria statica di beni, intesa quale attività tradizionale, consiste nella semplice amministrazione di un patrimonio (che può essere rappresentato da beni

sia mobili sia immobili), affidato alla società stessa dal cliente con il compito di curarne l'ordinaria amministrazione, compiendo atti di conservazione del patrimonio o di disposizione dei beni ed esercitando i diritti a esso eventualmente connessi.

I beni oggetto di amministrazione vengono intestati alla fiduciaria, la quale, in virtù di un mandato senza rappresentanza, esercita, vincolata alle disposizioni specifiche del cliente impartite per iscritto e per ogni singola operazione, i diritti inerenti nell'interesse del fiduciante.

Può poi verificarsi l'ipotesi in cui il fiduciante impartisca alla società ordini di disposizione dei beni affidati (per esempio, la stipula di contratti pronti contro termine), con conseguente conferimento, da parte della società, di ordini a un intermediario autorizzato. Ciò sarà possibile a condizione che, come sancito dalla Consob,<sup>15</sup> il contratto sia puntualmente determinato dal fiduciante, con esclusione per la fiduciaria di qualunque apporto di carattere professionale e di autonomo potere di scelta circa l'intermediario a cui rivolgersi, i tempi, la controparte, i valori mobiliari, la durata dell'operazione, il tasso di interesse da applicare.

È altresì possibile, sulla scorta di alcune pronunce della predetta Autorità di Vigilanza, che a una fiduciaria statica vengano intestati contratti di investimento per con-

<sup>11</sup>Si veda l'art. 1, sesto comma.

<sup>12</sup>Tale orientamento è stato espressamente delineato dal Ministero in una comunicazione inviata nel 2000 ad Assofiduciaria.

<sup>13</sup>Il principio della libera prestazione dell'attività di consulenza finanziaria è valevole fino a che la direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 in materia di mercati degli strumenti finanziari non verrà recepita in Italia, direttiva che ha appunto incluso la consulenza in materia di investimenti, definita quale «prestazione di raccomandazioni personalizzate al cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari» (direttiva 2004/39/CE, art. 4, comma 1, n. 4), nell'ambito dei servizi e attività di investimento, la cui prestazione è riservata a soggetti autorizzati.

<sup>14</sup>Per l'organo amministrativo, premesso che la società può essere amministrata da un amministratore unico o da un consiglio di amministrazione, in entrambi i casi cittadino di un Paese dell'Unione Europea, è previsto che ciascun amministratore, e così pure il direttore generale, sia in possesso dei requisiti di onorabilità di cui al codice civile e al D.M. 16 gennaio 1995 (così sancisce l'art. 5, n. 13, del D.M. 16 gennaio 1995. L'art. 2382 cod. civ. dispone che non può essere nominato amministratore, e se nominato decade dal suo ufficio, l'interdetto, l'inabilitato, il fallito, o chi è stato condannato a una pena che importa l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità a esercitare uffici direttivi) e dei requisiti di professionalità consistenti nell'iscrizione all'albo professionale dei dottori commercialisti, ragionieri e periti commerciali. Qualora la società sia amministrata da un consiglio di amministrazione, l'iscrizione all'albo è richiesta in capo ad almeno due amministratori nel caso in cui sia composto da più di quattro membri e ad almeno uno degli amministratori nel caso in cui sia formato da meno di cinque membri.

Per l'organo di controllo le disposizioni dettate dalla normativa di settore sono da ritenersi applicabili non solo al collegio sindacale, ma anche agli analoghi organi di controllo qualora la società abbia adottato il sistema di *governance* monistico o dualistico. Ciascun componente dovrà possedere gli stessi requisiti di onorabilità richiesti per i membri del consiglio di amministrazione, nonché i requisiti di professionalità, consistenti nell'iscrizione nel registro dei revisori contabili.

<sup>15</sup>Comunicazioni Consob DIN/6022348 del 10 marzo 2006 e DAL/RM/95001205 del 13 febbraio 1995. La Consob ha ammesso che una società fiduciaria "statica" possa affiancare all'attività di amministrazione anche l'espletamento di specifici incarichi di volta in volta affidati dal fiduciante, quali la negoziazione di strumenti finanziari per suo conto (con l'esplicita esclusione di tutti gli atti od operazioni comunque integranti lo svolgimento di attività di intermediazione mobiliare), impartendo ordini a un intermediario autorizzato, purché nella determinazione della volontà del mandante non assuma rilievo alcun apporto professionale da parte della fiduciaria.

to dei singoli fiduciari, sempre che nelle varie fasi del rapporto tra intermediario e investitore siano osservati i principi di comportamento<sup>16</sup> enunciati dalla Consob e diretti alla personalizzazione del rapporto medesimo.

Sono dunque tipiche attività di amministrazione fiduciaria statica:

- l'instestazione a proprio nome e per conto del fiduciante del diritto di proprietà o di altro diritto reale relativi a obbligazioni, quote o azioni di società di capitali;
- l'esercizio dei diritti derivanti dai suddetti beni;
- la custodia e l'amministrazione di titoli, valori, azioni e obbligazioni;
- la partecipazione alla costituzione di società di capitali per conto del fiduciante;
- l'esecuzione di aumenti di capitale per conto del fiduciante;
- l'esecuzione di mandati di trasferimento di partecipazioni societarie per conto del fiduciante;
- la partecipazione alle assemblee in nome e per conto del fiduciante ovvero per conto del fiduciante, nonché l'esercizio dei relativi diritti;
- l'assunzione della rappresentanza comune degli obbligazionisti;
- la partecipazione a sindacati di voto e, in generale, a patti parasociali;
- l'instestazione e/o l'amministrazione di beni immobili per conto del fiduciante;
- l'esecuzione di incarichi di esecutore testamentario, nonché il provvedere a divisioni ereditarie.

La società fiduciaria statica può svolgere anche l'attività di organizzazione e di revisione contabile di aziende. L'attività di organizzazione deve essere intesa in senso ampio come servizio di consulenza aziendale in gene-

re, relativa dunque a tutti gli aspetti tributari, amministrativi, contabili, finanziari e di gestione del personale, inclusa anche l'attività di revisione contabile (da intendersi libera o volontaria, distinta da quella obbligatoria prevista per le società quotate), con esclusione delle funzioni di sindaco di società commerciali, di curatore fallimentare, di perito giudiziario e di ogni altra funzione avente carattere personale *ex lege* riservata agli iscritti negli albi professionali e speciali. Rientrano pertanto nell'attività di organizzazione e revisione:

- l'attività di organizzazione aziendale e amministrativa, quale, a titolo esemplificativo, diagnosi e pianificazione aziendale, assistenza nella progettazione e attuazione di operazioni, valutazione d'azienda ai fini di compravendite aziendali o fusioni o scorpori, esame di problemi organizzativi di diritto tributario, societario e commerciale connessi a operazioni straordinarie, pianificazione dell'impiego di strumenti societari italiani ed esteri, servizi di organizzazione contabile e di segreteria;
- l'attività di revisione e controllo contabile, amministrativo, gestionale e finanziario di patrimoni di privati, di imprese, di società, sia di persone sia di capitali, quali, a titolo esemplificativo, l'ottimizzazione degli investimenti, la configurazione degli *asset* che consenta anche a livello comunitario un'armonizzazione fiscale, il monitoraggio puntuale e costante delle analisi e azioni intraprese nell'amministrazione dei patrimoni.

## Il family office

Un settore di crescita interessante per le società fiduciarie è individuabile nel *family office* di grandi patri-

<sup>16</sup>Comunicazioni Consob DIN/6022348 del 10 marzo 2006 e DI/98086703 del 4 novembre 1998, che dettano i principi di comportamento cui gli intermediari devono attenersi nei rapporti con i clienti/fiduciari, delineati anche alla luce dei propri regolamenti n. 11522/1998 e n. 10943/1997. Si segnalano, in particolare:

- l'obbligo di rendere identificabile il cliente/fiduciante in modo univoco attraverso l'attribuzione di un codice convenzionale. L'intermediario deve poi ricevere dalla fiduciaria tutte le informazioni sul cliente previste dall'art. 28, comma 1, lett. a), del reg. Consob n. 11522 (con l'eccezione dei soli nome e cognome). Inoltre l'intermediario deve ottenere l'attestazione, firmata dalla fiduciaria, dell'avvenuta consegna del documento sui rischi generali al fiduciante;
- in una seconda fase, dopo lo scambio delle informazioni rilevanti, l'onere per l'intermediario di stipulare con la fiduciaria interposta un contratto d'investimento, contenente tutti gli elementi prescritti per legge, riferito al cliente sul conto del quale sono state ottenute le informazioni. Tale contratto, nell'ambito delle condizioni da convenirsi eventualmente con la fiduciaria, deve disciplinare le modalità attraverso cui il servizio può essere prestato, tenendo conto della peculiarità del caso e prevedendo:
  - i modi attraverso cui il cliente può comunque rendersi "palese" nei confronti dell'intermediario e sostituirsi alla fiduciaria (per consentire al cliente di controllare direttamente, in qualsiasi momento, che la fiduciaria segua fedelmente le proprie disposizioni);
  - il richiamo degli obblighi di legge e regolamentari previsti dalla normativa di settore, al cui rispetto l'intermediario e la fiduciaria, in quanto obbligata a svolgere correttamente il proprio mandato, sono tenuti.



moni familiari, definibile come quella struttura dedicata a soddisfare le necessità, non solo di carattere finanziario, delle famiglie dotate di patrimoni di ingente entità (gli *high net worth individuals*) attraverso servizi di gestione integrata, riservata e imparziale. Nato nell'Ottocento negli Stati Uniti, dove oggi è una realtà più che consolidata, dotata di strutture altamente qualificate e *team* di gestori esperti nella consulenza globale alla famiglia, il *family office* si sta diffondendo negli ultimi anni anche in Italia, soprattutto in seguito al rientro dei capitali e al conseguente maggiore interesse manifestato dai grandi gruppi familiari italiani.

Tale attività rappresenta un interessante sbocco di sviluppo anche per le società fiduciarie, all'interno delle quali è sempre più facile individuare comparti appositamente strutturati per la fornitura di servizi di amministrazione di patrimoni attraverso l'offerta di una pluralità di servizi.

Nato con la figura del segretario familiare,<sup>17</sup> il servizio di *family office* è stato successivamente soppiantato da professionisti quali commercialisti, avvocati o banchieri, ossia figure professionali del mondo della consulenza maggiormente preparate e competenti nella gestione delle problematiche connesse alla gestione dei grandi patrimoni. I grandi patrimoni familiari hanno infatti esigenze eterogenee e particolari e richiedono specifiche competenze in variegati ambiti, tra cui quelli finanziario, fiscale, assicurativo, giuridico, amministrativo. Il *family office* si propone di mettere a disposizione dei propri clienti l'esperienza, la professionalità e l'efficienza raggiunta in tali campi, al fine di soddisfare le specifiche esigenze del patrimonio familiare nell'ottica di ottimizzare i risultati pianificati, al contempo minimizzando i costi e le risorse impiegate. A tale fine è essenziale che il *family office* sia caratterizzato da assoluta indipendenza, trasparenza e riservatezza e sia dotato di un *team* di consulenti flessibili, capaci di adattare la propria attività alle specifiche esigenze della clientela.

Una società fiduciaria, interessata a svolgere attività di *family office*, deve dunque costituire al suo interno una struttura apposita, capace di fornire una consulenza a tutto campo con riguardo all'in-

sieme dei settori di potenziale interesse del nucleo familiare, quali, a titolo esemplificativo:

- la consulenza agli investimenti;
- la definizione dell'*asset allocation* strategica;
- l'assistenza nella definizione dei costi di gestione e controllo delle posizioni concordate;
- l'analisi dei rischi e delle *performances*;
- la valutazione e la gestione del patrimonio immobiliare;
- l'analisi delle opportunità di investimento;
- la gestione dei pagamenti e degli incassi;
- le successioni, cessioni, trasformazioni;
- la formazione delle nuove generazioni;
- il diritto di famiglia;
- la pianificazione della gestione;
- l'amministrazione del patrimonio;
- l'amministrazione societaria e aziendale;
- la creazione di strumenti assicurativi;
- la pianificazione fiscale a livello nazionale e internazionale;
- il disbrigo di pratiche burocratiche e amministrative;
- il servizio di *global custody* soprattutto a livello di attività reali, documenti, contratti, scritture private di particolare riservatezza;
- l'attività di *aggregation, reporting e monitoring* dei patrimoni.

**Il fattore critico di successo per il soddisfacimento** di tutte le necessità della propria clientela risiede quindi nel modello di *business* prescelto per lo svolgimento della propria attività. Si alternano così strutture prevalentemente dedicate al soddisfacimento dei bisogni di una sola famiglia, peraltro spesso *captive*, cioè riconducibili ai gruppi industriali e finanziari appartenenti a un'unica famiglia, a strutture più evolute, in cui l'assetto organizzativo inizialmente focalizzato su poche *financial families* faoltose ha accorpato risorse finanziarie, intellettuali e umane di più famiglie con ingenti patrimoni, in grado di soddisfare contemporaneamente e in modo coordinato le esigenze di tutti i partecipanti, al fine di sfruttare i vantaggi legati alle economie di scala det-

<sup>17</sup>Tale soggetto era chiamato ad affiancare imprenditori di successo appartenenti a famiglie prestigiose col compito di coadiuvarli nello svolgimento di attività delicate ed era ripagato per tale mansione non solo in termini economici, bensì anche mediante i benefici che la vicinanza a personaggi di tale rilievo gli attribuiva.

tate dalla ripartizione su più patrimoni dei costi di impianto e di gestione tipici del *family office*. Per arrivare alle strutture più complesse, ma più diffuse nel mercato, di società del tutto indipendenti, focalizzate sui servizi fiduciari e integrate con strutture di *private & wealth management*, gestite da soggetti terzi rispetto alle famiglie, caratterizzate per elevata professionalità, *high standing* e alti livelli reputazionali, in grado di ridurre gli elevati costi interni di struttura.

**Nonostante tutto ciò** e nonostante anche le ampie possibilità operative, a oggi le società fiduciarie non hanno sviluppato una propria figura di rilievo nel mondo economico-finanziario, ma sono spesso rimaste vincolate al ruolo marginale di soggetti posti a supporto di altri enti o gruppi economici. E in questo senso, fintanto che specifiche esigenze ne richiedevano l'utilizzo,<sup>18</sup> se ne poteva osservare un forte incremento, salvo poi perdere di interesse, venuta meno l'attualità degli scopi prefissati.

**In realtà, però, non deve essere sottovalutato il fatto** che le società fiduciarie statiche siano strutture capaci di avere importantissime relazioni, che dunque possono rappresentare un *value driver* di successo per gruppi diversificati. Tant'è che, come si è cercato di illustrare nel presente articolo, sono molteplici gli utilizzi di questi veicoli e differenti sono pertanto le possibilità di creazione di valore da parte delle stesse società. Innanzi tutto è necessario operare una netta distinzione tra fiduciarie:

- *captive*, ovverosia appartenenti a gruppi bancari e/o finanziari (o anche a studi professionali e società di consulenza), le quali offrono i propri servizi in funzione dell'ottimizzazione dei servizi alla clientela dei gruppi di appartenenza. Talora sono entità intrinsecamente caratterizzate da redditività negativa, in quanto utilizzate allo scopo di completare la gamma di servizi offerti dal gruppo e fidelizzare la clientela;
- *indipendenti*, caratterizzate cioè da una diffusa presenza di "reti di vendita indiretta", espressione per lo più di un tessuto connettivo di collaborazione con professionisti del settore della consu-

lenza (consulenti finanziari, avvocati, commercialisti ecc.), in un rapporto di reciproco scambio di utilità, con la funzione di fornire al cliente un'attività di supporto integrato a maggiore valore aggiunto per l'amministrazione e la gestione di patrimoni familiari e/o societari.

All'interno di ciascuna categoria si deve poi distinguere tra:

- società fiduciarie di *mera intestazione*, cioè unicamente orientate all'intestazione e amministrazione statica dei patrimoni conferiti;
- società fiduciarie di *servizi*, focalizzate non solo sui beni conferiti, ma sulla fidelizzazione della clientela attraverso l'offerta di un ampio spettro di servizi gestionali, amministrativi e consulenziali, tra cui non ultimo il servizio di *family office*.

Con riferimento alla prima tipologia di società, intesa come mero veicolo di intestazione, è difficilmente sostenibile che si possano quantificare, in sede di valorizzazione di queste società, dei plusvalori latenti (intangibili) in grado di discostare sensibilmente il valore individuato dal mero dato patrimoniale contabile, seppure rettificato. E su questa prima categoria di soggetti è più arduo definire l'apporto fornito in termini di creazione e conservazione del valore nel tempo, essendo molto spesso dipendente da fattori congiunturali legati alla mobilità dei capitali. Diversamente invece, nel secondo caso, l'analisi valutativa andrebbe condotta non solo considerandone la struttura patrimoniale, ma riconoscendone anche il fondamentale "valore strategico" attuale e prospettico (inteso come "valore potenziale") generato dalle masse amministrate e dai servizi prestati, anche in un'ottica di possibile creazione di valori sinergici.

**Riferendosi a questa configurazione di valore potenziale**, nel valutare una società fiduciaria occorre, in primo luogo, considerare il *brand* sotto il quale la società opera, onde determinare l'esistenza di una rete "diretta" di accesso alla clientela tramite la struttura organizzativa del gruppo di appartenenza, che permetta di usufruire di diverse sedi di vendita dislocate sul territorio, ovvero la capacità di relazionarsi con primarie strutture professionali di consulenza

<sup>18</sup>Si pensi alle norme sullo "scudo fiscale" (legge 409 del 23 novembre 2001 e legge 27 del 21 febbraio 2003) in materia di rimpatrio e regolarizzazione dei capitali detenuti all'estero da parte di soggetti fiscalmente residenti in Italia.



*client-tailored*, che costituiscono nella maggior parte dei casi reti "indirette" di accesso alla clientela.

In seconda analisi, è opportuno rilevare la consistenza della massa fiduciaria, onde determinare l'ammontare del portafoglio amministrato e la potenzialità di realizzare valore tramite l'incasso di commissioni sui mandati fiduciari.

Da non trascurare è poi l'importanza dei servizi di *aggregation, reporting e monitoring*,<sup>19</sup> attraverso cui la società fiduciaria è in grado di fornire alla clientela amministrata un *report* consolidato dell'andamento del patrimonio conferito, ottenuto aggregando i dati provenienti dai diversi *asset managers* con i quali sono intrattenuti rapporti.

In questo senso l'aggregazione ottenuta attraverso un singolo *report* degli *asset* (mobiliari, immobiliari ecc.) e delle *liabilities* (prestiti, mutui, *leasing*), indipendente dall'ubicazione e dalla natura degli stessi, permette di effettuare a favore del cliente un'attività continuativa di monitoraggio e di valutazione degli investimenti effettuati attraverso gli intermediari a ciò abilitati.

Altra fondamentale componente per la valorizzazione delle società fiduciarie è il grado di soddisfacimento delle richieste della clientela mediante un approccio professionale altamente qualificato.

Non è altresì da trascurare una corretta valorizzazione dell'autorizzazione a operare che, seppure con peso diverso rispetto ad altri intermediari del mercato finanziario e con le opportune differenziazioni tra fiduciarie statiche e fiduciarie dinamiche, impone anche a queste ultime di preservare determinati requisiti patrimoniali e regolamentari.

**Risulta quindi evidente come il processo di stima di una società fiduciaria possa essere ben rappresentato attraverso l'applicazione di un metodo patrimoniale complesso, con determinazione empirica dei *value drivers* non contabilizzati.**

La struttura di bilancio già di per sé racchiude il tipico valore aggiunto rappresentato dai ricavi per commissioni attive su mandati di amministrazione fiduciaria, che vengono rilevati applicando le aliquote previste nei mandati stessi e addebitati ai clienti secondo le modalità e periodicità in essi previste.

La vera peculiarità delle società fiduciarie è data, invero, dalla presenza della voce "conti fiduciari", collocata tra lo stato patrimoniale e il conto economico e che costituisce i conti d'ordine; insieme agli impegni assunti e alle garanzie prestate. I conti fiduciari rappresentano i valori e i titoli dei clienti che si avvalgono del servizio di amministrazione fiduciaria e si compongono dei seguenti:

- titoli e valori di terzi in amministrazione fiduciaria;
- somme depositate su conti correnti bancari;
- titoli depositati in istituti di credito;
- titoli e valori di proprietà;
- piani di accumulo.

Le componenti della massa fiduciaria, che trovano una collocazione *off-balance sheet* sono dati significativi dell'attività svolta dalla società fiduciaria, nonché espressivi dell'ammontare degli incarichi fiduciari gestiti. Anche i dati relativi ai servizi offerti dalla fiduciaria possono essere utilizzati per il processo di valutazione della società fiduciaria, in quanto evidenziano quali e quanti sono i servizi offerti dalla stessa e le eventuali aree di specializzazione.

In particolare, la massa fiduciaria è costituita dall'ammontare dei beni mobili e immobili che la società amministra in base ai mandati fiduciari conferiti. Il portafoglio fiduciario costituisce una risorsa per la società nella misura in cui è fruttifero di commissioni di gestione.

La valutazione del portafoglio della massa fiduciaria è connessa alla remunerazione delle commissioni applicate ai diversi mandati fiduciari di gestione della stessa e la sua determinazione può essere data dalla seguente formula:

$$VPM = \mu * C'$$

ove:

*VPM* = valore di portafoglio della massa fiduciaria;  
*C'* = volume medio normale prospettico delle commissioni nette (commissioni attive al netto degli *asset* in amministrazione) della massa gestita;  
 $\mu$  = moltiplicatore della gestione fiduciaria.

Dall'osservazione della redditività delle commissioni derivanti dalla gestione fiduciaria, sempre piut-

<sup>19</sup>M. Oriani, *Il family office - il nuovo wealth management dei grandi patrimoni familiari*, Franco Angeli, 2004.

tosto contenute in relazione a quelle applicate da altri intermediari finanziari, si può assegnare al moltiplicatore  $\mu$  un valore orientativamente compreso tra l'1% e 2%, qualora si sia in presenza di un valore strategico. Altra caratteristica qualificante da considerarsi nella valutazione di una fiduciaria è la composizione delle risorse professionali di cui essa può disporre; data la quantità e l'eterogeneità dei mandati, assume rilievo la disponibilità di un alto profilo professionale volto a garantire un efficiente e qualificato livello di consulenza in ogni mandato assunto dalla fiduciaria. Elementi di forza della fiduciaria sono la spiccata propensione all'investimento in risorse professionali e il continuo *training* formativo del personale operativo.

Nell'organico di una società fiduciaria devono essere presenti risorse rispondenti ai seguenti requisiti:

- esperti in materie legali nazionali e internazionali;
- esperti in materie societarie;
- esperti in materie economiche, finanziarie, tributarie;
- esperti in revisione contabile e organizzazione aziendale;
- esperti in materie gestionali;
- esperti in materie informatiche e tecnologiche.

Il valore del capitale umano, determinato allo stesso modo anche per altri intermediari finanziari, viene espresso dal costo di sostituzione, composto dal costo storico di acquisizione cui si aggiungono i costi di formazione, addestramento, aggiornamento e sviluppo sostenuti dall'azienda al fine di avere a disposizione personale qualificato e di elevato livello professionale. Nella prassi della valutazione aziendale, il costo di sostituzione del personale viene calcolato moltiplicando il costo annuo del personale impiegato per percentuali comprese tra lo 0,5% e il 3%. L'alto profilo delle professionalità richieste farebbe propendere per l'applicazione di moltiplicatori percentuali vicini ai livelli massimi. Da ultimo va considerato anche il potenziale sinergico derivante da realtà *captive*. L'attività principale delle società fiduciarie resta, in ogni caso, l'amministrazione e la custodia dei patrimoni delle società del gruppo di riferimento e l'investimento delle disponibilità liquide. Il fatto di essere una società di supporto di una realtà composta da altri enti economici con-

sente alla società fiduciaria *captive* di avere una rete di vendita esterna piuttosto articolata e presente sul territorio e alla fiduciaria indipendente di potersi avvalere del supporto di professionisti e consulenti con cui condividere i *client database*. In tale senso la clientela della fiduciaria è rappresentata, oltre che dalle stesse società del gruppo, anche dalla clientela delle società componenti il gruppo economico di appartenenza ovvero dai clienti che, a vario livello, vengono in contatto con studi professionali di consulenza.

Convenzionalmente la possibilità di usufruire di un'organizzazione di vendita esterna, sia essa direttamente riveniente dalle società del gruppo, sia indirettamente condivisa con professionisti, viene valutata con metodi empirici, ovvero mediante applicazione di percentuali<sup>20</sup> (comprese tra il 2% e il 5%) sul valore della raccolta.

**Riepilogando le considerazioni fin qui effettuate e alla luce dei *value drivers* individuati, l'identificazione del valore strategico della fiduciaria può rinvenirsi attraverso la seguente formulazione:**

$$W = K + (K' - t) + VD$$

ove:

$W$  = valore di mercato della società fiduciaria;  
 $K$  = patrimonio netto contabile (*equity book value*);  
 $K'$  = rettifiche apportate al patrimonio netto;  
 $t$  = (eventuali) effetti fiscali delle rettifiche;  
 $VD$  = *value drivers* individuati (portafoglio della massa fiduciaria, capitale umano, rete di vendita diretta e indiretta ecc.).

Pur essendo noto il fatto che storicamente le fiduciarie statiche non brillino per profittabilità, appare importante, in fase di valutazione, avere la necessaria sensibilità per comprenderne il valore strategico. Infatti, in un contesto sempre più globalizzato, quale quello finanziario-assicurativo in cui si muovono le fiduciarie, caratterizzato da strategie di *cross-selling*, tali entità rappresentano un veicolo importante e ricco di relazioni, che possono essere positivamente sviluppate, senza d'altro canto dimenticare le riserve di legge che caratterizzano l'attività stessa.

<sup>20</sup>Balducci, *La valutazione dell'azienda*, FAG, 2002.