

di Marco Colacicco

Una serie di vantaggiose norme transitorie, che interessano sia le società sia i loro soci, rende interessante valutare operazioni di valorizzazione delle imprese di carattere finanziario-fiscale, in grado di soddisfare sia le aspettative dei soci cedenti sia quelle degli acquirenti.

In un contesto normativo favorevole, caratterizzato dal passaggio del vecchio al nuovo regime fiscale e dalla riproposizione straordinaria di alcune disposizioni agevolative, è tuttavia necessario rimarcare l'importanza dell'immediatezza delle valutazioni e delle decisioni, al fine di non vedere venire meno la ristretta finestra temporale che segna tali opportunità. Nel seguito, si cercherà di ripercorrere in maniera organica un processo di valorizzazione che interessa:

- i soci, interessati a cedere o comunque a valorizzare (senza necessariamente alienare in tutto o in parte) la propria società o alcuni suoi asset;
- le società, che potrebbero beneficiare di adeguamenti patrimoniali e di ottimizzazioni fiscali, con vantaggi sia per i cedenti che per gli acquirenti;

- la **strutturazione del leverage** dei nuovi investitori.

Ne potranno derivare una pluralità di operazioni e di opportunità, che spaziano dalle semplici cessioni ai terzi ai leverage, dalla gestione dei passaggi generazionali a una migliore valorizzazione finanziaria-fiscale delle società.

1 - Opportunità per i cedenti

Il cammino di valorizzazione complessiva non può che partire dai soci cedenti, siano essi persone fisiche o società. Nel seguito verranno analizzati i due casi.

Le perdite capital gain

I soci persone fisiche hanno la possibilità di rivalutare il costo fiscale delle partecipazioni detenute previa pertizia della società e pagamento di un'imposta sostitutiva del 4% (nel caso di detenzione di partecipazioni non qualificate) o del 4% (nel caso di detenzione di partecipazioni qualificate).

Modalità e termini di questa norma transitoria sono stati trattati nella precedente puntata n. 3 (*Milano Finanza* del 24/1, pag. 22). La finestra temporale per avvalersi di questa opportunità sarà tuttavia per venire definitivamente meno con l'approssimarsi del 16 marzo e occorre pertanto affrettare le valutazioni.

Chi avesse in animo di cedere, o valorizzare, partecipazioni deve considerare con molta attenzione questa alternativa, che tuttavia non può mancare di essere proposta ed evidenziata anche da potenziali investitori, al fine di favorire l'avvicinamento dei desiderata delle parti e la finalizzazione di trattative.

Il **maggior prezzo netto** incassabile da parte degli alienanti è infatti di interesse sia per questi

VIAGGIO NELLA RIFORMA FISCALE Una serie di norme transitorie avvantaggiano contemporaneamente i soci cedenti e quelli acquirenti interessati a un lbo. Ma ecco quali sono gli ingredienti per poter realizzare operazioni favorevoli

Più opportunità per fare leverage

ultimi sia per i potenziali acquirenti, al fine di negoziare sconti o comunque concludere più facilmente l'operazione.

La participation exemption
Nel caso in cui i soci cedenti siano società residenti in Italia il carico fiscale gravante sul realizzo sarà invece, nella maggioranza dei casi, nullo. È l'effetto dell'introduzione, anche nel nostro paese, della «participation exemption» (trattata nella puntata n. 7, *Milano Finanza* del 21/2 a pag. 26) che, a differenza dell'opportunità evidenziata al punto precedente, rappresenta una normativa strutturale, e quindi a regime, e non transitoria.

Il cedente potrà pertanto intrinsecamente un prezzo netto di imposte, cosa su cui dovrà d'altronde far leva l'acquirente (che perde una serie di vantaggi fiscali ottenibili nella passata normativa con una buona strutturazione dell'operazione) per ottenere uno sconto prezzo.

2 - Valorizzazione della società
La seconda fase del processo di creazione di valore è rappresentata da un'ideale valorizzazione patrimoniale, fiscale e finanziaria della società target.

Si tratta di un'operazione che interessa i soci, sia in caso di cessione (potendosi spuntare un miglior prezzo a fronte della piena emergenza dei valori nascosti nella società e di un'ottimizzazione fiscale/finanziaria) sia di strutturazione di un'operazione di valorizzazione interna, ma, spesso, anche gli acquirenti che dovrebbero stessi pianificare un'operazione che intravedano opportunità di creazione di valore. Nel seguito si cercherà di esaminare quali interventi siano maggiormente idonei a realizzare i suddetti obiettivi.

Naturalmente emergerà una sorta di identikit delle società più adatte a tali processi di valorizzazione, che sono sostanzialmente tutte quelle caratterizzate da elevata redditività e carico fiscale; la presenza di un rilevante patrimonio immobiliare rappresenta un ulteriore elemento di analisi. L'avvertenza è in questo caso di fare presto, visto che tutte le alternative considerate hanno un limitato arco temporale disponibile per poter essere applicate.

La rivalutazione dei beni

La rivalutazione dei beni d'impresa è stata diffusamente tratta-

ta nella puntata n. 4 (*Milano Finanza* del 31/1, pag. 18). In tal caso, in sintesi, a un costo del 19% sulla rivalutazione del valore netto di bilancio dei cespi aziendali per adeguarlo a quello di mercato, si contrappone la possibilità di beneficiare di un risparmio fiscale netto pari al 37,25% (36,25% per i soli ammortamenti 2003) della rivalutazione effettuata.

Decisivo è il **fattore temporale**, visto che a fronte di un pagamento dell'imposta sostitutiva del 19% in un arco di tempo triennale (50% quest'anno e 25% in ciascuno dei due prossimi anni) si contrappone un processo di ammortamento che è diluito nel tempo in funzione dell'aliquota di ammortamento propria dei beni rivalutati.

Sfruttando con attenzione la norma, che permette, a determinate condizioni, di strutturare la rivalutazione in maniera tale da mantenere inalterata l'originaria durata del processo di ammortamento e di rivalutare sostanzialmente i soli cespi (suddivisi per categorie omogenee) per i quali si presentino un'adeguata convenienza, è possibile godere sin da subito di ingenti vantaggi fiscali.

L'operazione si risolve quindi in una rivalutazione del patrimonio netto contabile aziendale (in misura pari all'81% della rivalutazione effettuata), da un lato, e in un progresso migliorativo della posizione finanziaria indotta dall'elevato cash flow generato dai maggiori ammortamenti.

Bisogna tuttavia fare presto con le opportune valutazioni, in quanto, per le imprese con esercizio coincidente con l'anno solare, la normativa interessa i bilanci 2003, in compilazione in questo periodo.

Rivalutazione degli immobili

Differente il caso della rivalutazione degli immobili. In questo caso l'operazione, oltre a garantire un incremento patrimoniale nei termini sopra evidenziati, assume validità là dove sia strutturale a un'operazione di dissemissione o di lease-back.

In entrambi i casi la società è in grado di valorizzare completamente il patrimonio immobiliare e di avere a disposizione al suo interno risorse, anche ingenti, che possono essere poi strumentali nell'ambito della strutturazione del leverage di cui al successivo punto 3.

Nel caso di patrimonio strumentale per l'esercizio dell'attività assume invece rilievo il **lease-back**,

si tratti di società), e adeguatamente valorizzata l'impresa, il passaggio finale è rappresentato da un'ideale strutturazione del leverage. In questo caso bisogna tenere conto sia degli effetti della riforma del diritto societario sia di elementi incisi sulle tecniche e vantaggi dell'operazione.

La cessione della società e la strutturazione del leverage possono rispondere a **varie finalità**:

- vendita tout court a terzi;
- gestione del passaggio generazionale e redistribuzione delle quote nel nucleo familiare;
- ingresso di operatori di private equity;
- valorizzazione mediante leverage.

L'acquisizione, come di consueto, viene realizzata attraverso un veicolo creato ad hoc, che è opportunamente finanziato attraverso il capitale dei soci, debito messo a disposizione da parte di tutti o alcuni dei soci nella forma di prestito obbligazionario (da sempre fiscale, e ora di più agevole emissione, con la riforma del diritto societario) e finanziamento di terzi.

L'entità dell'investimento (a titolo di capitale ed, eventualmente, di prestito obbligazionario) e del debito da richiedere a terzi debbono essere opportunamente calibrati in funzione sia della possibilità della società, acquisita o distribuita un dividendo straordinario (cosa che dovrebbe essere sostanzialmente accresciuta grazie alla cassa e al maggior cash flow che si sono prodotti con le operazioni di valorizzazione di cui al precedente punto 2) sia degli effettivi flussi di cassa a regime realizzabili da parte della target stessa, a loro volta incrementati per effetto dell'operazione di valorizzazione in precedenza esaminata.

Lo sbocco naturale dell'operazione non sarà più, nella maggioranza dei casi, una fusione tra il veicolo e la società acquisita, visto che, a fronte di un'apertura sulle operazioni di leverage buy-out introdotta dalla riforma del diritto societario, si sono sostanzialmente annullati tutti i vantaggi di ordine fiscale.

La struttura ideale per il futuro sembra quindi essere quella del mantenimento dell'indipendenza societaria tra il veicolo e la target avendo però cura di adottare al più presto il **consolidato fiscale** che, se dal punto di vista sostanziale è idoneo a riprodurre fedelmente gli effetti della fusione e garantisce benefici soprattutto per quanto riguarda la deducibilità degli interessi passivi, dal punto di vista formale limita sia eventuali problematiche legali connesse alla fusione in un veicolo indebitato sia le problematiche contabili inerenti alla frequente formazione di un divario di fusione, con relativi ammortamenti che sarebbero ora fiscalmente irrecuperabili (ripresazione riservata).

(8 - nella prossima puntata: le opportunità della Teno-Tremonici)

3 - La struttura del leverage

Soddisfatti i soci, che sono in grado di effettuare il realizzo con un carico fiscale limitato (nel caso di persone fisiche) o nullo (qualora

30 aprile.