

Alessandro Tentoni¹Tiberio Frascari²

Incremento del valore dei pacchetti societari con le operazioni straordinarie

1. Le operazioni straordinarie per massimizzare il valore di mercato dei pacchetti societari

Una delle funzioni strategiche delle operazioni straordinarie societarie è quella di realizzare un assetto imprenditoriale finalizzato a un più agevole e conveniente trasferimento di partecipazioni di maggioranza o di minoranza.

Molte volte le motivazioni di alcune figure finanziarie di soci, soprattutto istituzionali, sono di natura speculativa e con orizzonte quindi di breve o medio periodo. Si pensi a fondi di *equity*, società di *venture capital* e interventi di *merchant banking*, che promuovono un ingresso nella compagine sociale, a volte minoritario, in prospettiva dell'incremento del valore aziendale progettato anche attraverso nuove configurazioni societarie per la successiva rivendita delle quote o azioni, lucrando la plusvalenza.

In altri casi il soggetto economico fondatore, o i suoi successori, prendono la decisione di cedere la società o alcuni rami aziendali e intraprendono una fase di gestione straordinaria per facilitare l'operazione rendendo nel contempo più profittevole o meno rischiosa l'attività d'impresa svolta.

Senza pretesa di completezza, può infine ricorrere la situazione di soci di minoranza, tipicamente animati da intenti di remunerazione finanziaria, che dopo un pur durevole sostegno al soggetto maggioritario propendono per il disinvestimento, concordando un piano di ristrutturazione straordinario per salvaguardare l'equilibrio patrimoniale societario futuro e ottenere il giusto riconoscimento del valore fino a quel momento generato.

Con gli istituti straordinari contemplati dalla normativa vigente o dalla tecnica professionale può essere quindi ripensato il modello legale adottato dall'imprenditore e in particolare, al mutare delle condizioni interne ed esterne all'azienda, verificato il persistere della sua funzionalità ai rami di impresa esercitati.

Nel variegato panorama degli strumenti disponibili possono realizzarsi concentrazioni, scorpori, cessioni, affitti, risanamenti, trasformazioni, liquidazioni, che singolarmente o in abbinamento creano plusvalore per il complessivo sistema aziendale adattandosi con maggior efficacia ai più recenti programmi dell'imprenditore.

Pertanto l'incremento di valore realizzato potrebbe non riflettersi del tutto a livello di singolo pacchetto, dove assumono rilevanza anche le possibilità di incidere nella conduzione della società e i conseguenti premi di maggioranza o di minoranza.

Ad esempio, in una fusione per unione tra due società A e B valutate, grazie alle sinergie prospettabili, rispettivamente 100 (anziché 90 *stand alone*) e 1.000, il socio di maggioranza al 51% di A passerebbe da un valore potenziale del pacchetto, valorizzato da un premio di maggioranza del 30%, pari a $90 \times 51\% \times 1,3 = 59,67$, ad un valore nella risultante dell'aggregazione sceso a 51 (ovvero $100/(100+1000) \times 51\% \times 1100$), corrispondente alla percentuale del $51/1100 = 4,64\%$ sulla risultante.

Viceversa per i soci detentori di partecipazioni minoritarie di una certa entità, ad esempio il 35%, la concentrazione con la necessaria contrazione

della percentuale posseduta potrebbe risultare doppiamente conveniente, in quanto come noto gli sconti di minoranza si applicano precipuamente alle partecipazioni non troppo inferiori alla soglia decisionale ordinaria, contraddistinte da un inefficiente rapporto tra risorse investite e poteri amministrativi spettanti.

Si deve poi considerare che ogni processo straordinario societario comporta il sostenimento di oneri di varia natura, tanto espliciti quali ad esempio incentivi all'esodo o trasferimento dei dipendenti, costi di formazione, de-localizzazioni, tributi specifici,³ onorari di assistenza professionale, informativa a clienti, fornitori e banche, che di tipo implicito come per l'impegno dedicato alla riorganizzazione da parte dell'organo amministrativo e del personale, il tempo per la messa a punto di nuove procedure, la ripetizione di adempimenti per malintesi interni o con gli *stakeholders*.

Nemmeno vanno trascurati i possibili rischi dell'operazione, che deve assicurare tra l'altro l'idoneità della rinnovata struttura organizzativa ad adattarsi il più delle volte a diverse ripartizioni di compiti, a nuove relazioni con organismi societari acquisiti o consociati, a mutate combinazioni prodotti/mercati⁴, a innesti o rinunce di risorse umane, alla corretta comunicazione contabile dell'evento straordinario e al rispetto della disciplina fiscale specifica.

Plusvalori, costi e rischi della ristrutturazione caratterizzano i documenti di programmazione aziendale nella fase antecedente, e trovano adeguata rappresentazione nelle sintesi di bilancio così da permettere ai lettori di cogliere la dinamica dei flussi positivi e negativi ingenerati dalla manovra.

2. Le aggregazioni

Con questa categoria di operazioni si realizza un'unione tra due o più aziende societarie attraverso gli istituti della fusione, propriamente detta o per incorporazione, ovvero l'acquisizione da parte di una società preesistente di un'impresa o di un suo ramo mediante cessione, conferimento, scissione.

In questo modo si perviene a un aumento delle dimensioni aziendali che

può apportare valore, tipicamente, grazie alle economie di scala per il più intenso utilizzo della capacità produttiva disponibile e conseguente riduzione dei costi unitari, assorbimento di agguerriti concorrenti, soppressione di funzioni e servizi similari, acquisizione di risorse tangibili o intangibili, riequilibrio di aziende in perdita, compensazioni di posizioni finanziarie reciproche.

Un caso di scuola è rappresentato da una recente fusione per incorporazione di molteplici società, ciascuna titolare di vari punti vendita al dettaglio della stessa insegna, che ha consentito di accentrare e omogenizzare il processo decisionale, ottimizzare molte funzioni amministrative, contenere i relativi costi compresi quelli di *governance*, attivare sinergie operative come per la gestione informatica delle scorte e i prelievi fisici del magazzino. L'acquisizione può dunque avvenire, salvo modesti conguagli in denaro, con trasferimento di quote o azioni da consegnare ai soci delle società fuse o incorporate, della scissa o direttamente alla conferente, senza escludere la modalità dell'accensione di specifiche riserve in conto capitale.

Viceversa l'acquisto di azienda o di pacchetti societari viene regolata in forma liquida.

È inoltre fondamentale distinguere se la concentrazione avviene tra società dello stesso gruppo o meno, al fine di individuare i meccanismi di regolazione del corrispettivo.

Nel secondo caso, infatti, si apre una dialettica tra i soggetti economici delle parti in trattativa al fine di stabilire il giusto prezzo, ancorché come precisato poc'anzi in termini di patrimonio netto, così che ciascuno tenderà rispettivamente a contenere o dilatare la valutazione da attribuire all'impresa oggetto dell'operazione, nell'ambito del *range* di valori ragionevoli ma comunque con vari gradi di soggettività. Così in una fusione per incorporazione di società posseduta all'80%, i detentori del residuo 20% punteranno a una stima più elevata possibile dell'incorporata in modo da ottenere la più alta percentuale di capitale sociale nell'incorporante post-assorbimento.

03. Ad esempio acquisendo una società estera occorre verificare la continuazione dei rapporti con una clientela sconosciuta, di lingua diversa e in un quadro normativo specifico.

04. Nell'ipotesi di acquisto di azienda attraverso il trasferimento della relativa partecipazione, l'unitarietà dell'asset compravenduto porta inevitabilmente alla sua registrazione diretta al valore corrente.

Qualora invece l'acquisizione avvenga nel perimetro dello stesso soggetto economico, il corrispettivo stabilito tende a risentire piuttosto di esigenze di natura patrimoniale o finanziaria, contabile e fiscale delle parti coinvolte. Uno dei principali vantaggi delle aggregazioni attraverso fusioni, scissioni o conferimenti, avvertito dal soggetto economico soprattutto se l'obiettivo sono imprese esterne, è di ottimizzare le fonti necessarie per l'operazione.

Infatti la risultante dell'unione, l'incorporante, la beneficiaria o la conferitaria, ancorché se preesistenti nel contesto casistico del presente paragrafo, compensano i soci delle aziende fuse, della scissa o la conferente mediante quote o azioni di nuova emissione, salvo considerare se nella fusione e nelle scissioni totali dei titoli nelle società fuse o nella scissa risultino in mano, in tutto o in parte, alla stessa superstite o alle beneficiarie che procederebbero quindi all'annullamento di tali partecipazioni.

L'aumento di capitale sociale da assegnare ai soci delle incorporate o estinte a seguito della fusione, della scissa ovvero alla conferente, rappresentano quindi un pagamento "con carta" anziché con mezzi monetari, come necessario invece nella cessione. A fronte del risparmio di risorse liquide possono introdursi peraltro nella compagine sociale dell'acquirente nuovi soggetti, con rapporti di forza dipendenti dalla valutazione di ciascuna azienda aggregata.

Nei casi invece poc'anzi accennati di scissione totale o di fusione, per unione o per incorporazione, con annullamento delle quote o azioni già detenute nella scissa o nelle società assorbite, il suddetto vantaggio generalmente non ricorre in quanto le partecipazioni da eliminare sono state di regola acquisite con pagamento in denaro. A tal fine basti pensare alla fusione con indebitamento, che con le cautele e i supplementi d'informativa previsti dall'art. 2501-bis del codice civile realizza proprio la fusione con società precedentemente rilevate, in questo caso grazie a debiti contratti dall'acquirente e destinati a essere rimborsati a concentrazione avvenuta con i

cash-flow generati dall'azienda oggetto dell'operazione.

Altra virtuosità, insita nella struttura di ogni aggregazione, a beneficio dei possessori di partecipazioni poggia su due flussi contrapposti: da un lato i patrimoni assorbiti, conferiti o acquistati, dall'altro il "pagamento" con assegnazione o annullamento di quote o azioni, ovvero in forma liquida.

L'immissione contabile degli elementi attivi e passivi nelle scritture del soggetto acquirente alla data stabilita avviene in prima battuta, generalmente, ai saldi di libro (metodo del *pooling of interest*), mentre il corrispettivo "con carta" o denaro ammonta a quanto concordato dalle parti.

Se l'integrazione genera plusvalore si manifesta un gap nell'attivo per aver acquisito un'azienda con valori patrimoniali netti inferiori rispetto all'aumento dedicato di capitale netto o all'uscita monetaria, movimentazioni della sezione passiva.

Tale divario viene colmato con allineamento di attività a fair value, iscrizione di avviamento positivo, eliminazione di passività non sussistenti.

L'evidenza non cambia qualora i componenti del patrimonio dell'impresa acquisita vengano annotati direttamente a saldi correnti (*acquisition method*), scelta verosimile nel caso la perizia di stima a supporto dell'operazione sia predisposta in base a valutazione patrimoniale analitica anziché di tipo sintetico.⁵

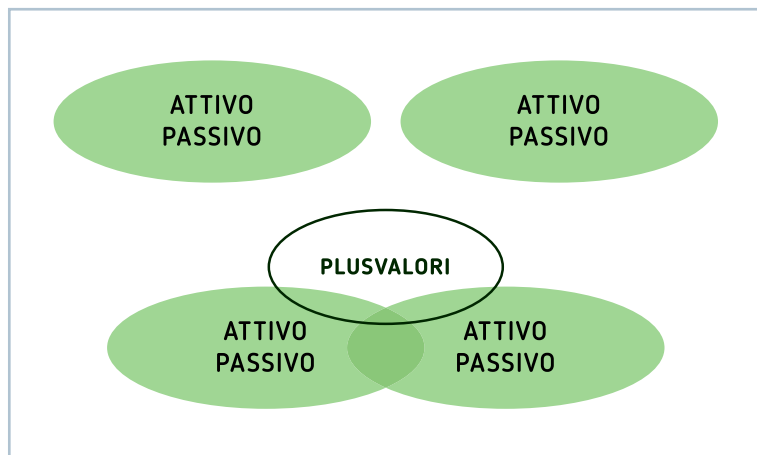
Infatti anche in questa ipotesi l'azienda, una volta rilevata, viene iscritta a valori contabili superiori rispetto a quelli di libro precedenti.

In definitiva il valore attribuito dalle parti al complesso aziendale in misura superiore a quanto rappresentato in contabilità prima dell'acquisizione si riflette in un corrispondente incremento del patrimonio netto della società nell'assetto post concentrazione, con tutti i benefici dovuti alla manifestazione dell'effettivo valore del compendio,⁶ al miglioramento degli indici di bilancio che può favorire tra l'altro proficue relazioni con il ceto creditorio, al superamento di possibili criticità legali dovute a scarsa patrimonializzazione quali, ad esempio, copertura di perdite invasive del capitale sociale (Fig.1).

05. Tenendo presente che la logica di valutazione in bilancio può non coincidere con quella di tipo economico, propria dei trasferimenti di azienda.

06. Invero troncando sul nascere qualsiasi illazione di questo tipo, considerata la bassa soglia percentuale intercompany che impedisce la fruizione della normativa pur in presenza di soci esterni al gruppo con piena dialettica su valutazioni e corrispettivi dell'operazione.

Figura 1: Rappresentazione precedente e successiva all'integrazione



La Fig.1 dimostra come dall'integrazione tra due società vengono generati plusvalori che si possono riferire sia ai componenti patrimoniali preesistenti, adeguandoli al *fair value*, sia a nuovi elementi quali il *goodwill*.

Adirittura alcuni segnali positivi della concentrazione si possono recepire in bilancio ancor prima della conclusione dell'integrazione.

Nell'esperienza delle operazioni straordinarie può capitare, ad esempio, che i pagamenti di debiti con scadenza alla data di riferimento delle valutazioni delle unità aziendali coinvolte vengano posticipati, previa comunicazione ai creditori, anche solo di un giorno, così che l'aumento della posizione finanziaria netta può portare a una stima più elevata dell'impresa, secondo alcune metodologie di tipo sintetico circoscritte alla gestione operativa, e conseguente emersione di plusvalori più cospicui.

Altra funzionalità delle concentrazioni è riferita alle aziende in perdita, che grazie a queste operazioni possono superare la crisi, contribuire alla redditività della società risultante e quindi risollevere il valore delle relative quote o azioni.

Si pensi a un'impresa di commercio all'ingrosso che perda quote di mercato e deve riorganizzare le proprie strategie di vendita accedendo a finanziamenti bancari per sostenere le azioni di marketing necessarie e fronteggiare insorte carenze finanziarie. La presenza nel gruppo di una società immobiliare può apportare, tramite la scelta di

una modalità di aggregazione, quelle risorse che garantiscono nuove linee di fido mirate al programma di risanamento.

Naturalmente questa categoria di concentrazioni include l'ulteriore fattore di rischiosità che la crisi si propaghi ai rami aziendali sani e, non venendo raggiunti gli obiettivi perseguiti, conduca verso il dissesto.

Anche l'aspetto fiscale, risolvendosi in risparmi d'imposta, può costituire una leva per contribuire alla creazione di valore in queste operazioni straordinarie. Basti pensare a tal proposito al trasferimento di franchigie per l'abbattimento della base imponibile, inutilizzabili dalla singola società nel breve periodo, apportate nella *legal entity* risultante dalla concentrazione nel rispetto delle condizioni normative di vitalità poste a contrasto del commercio delle mere "bare fiscali", come il riporto di perdite, interessi passivi non dedotti e eccedenza ACE disciplinati dall'art. 172 comma 7 del Tuir.

La stessa creazione del plusvalore sopra commentata comporta l'insorgere nella maggior parte dei casi di un doppio binario contabile-fiscale, in quanto ai fini del calcolo della base di tassazione per le imposte dirette vengono riconosciuti solo i valori contabili assunti in precedenza, che può indurre al pagamento di un'imposta sostitutiva di riallineamento, secondo la modalità "ordinaria" o "derogatoria", in genere compresa nel range 12%-16% del differenziale, quindi in ammontare inferiore rispetto al beneficio sull'imponibile misurabile dalle più elevate aliquote IRES ed IRAP.

Curiosamente, per alcuni elementi patrimoniali residuali quali ad esempio rimanenze finali o titoli, l'opzione per l'affrancamento dei valori "derogatorio" di cui all'art. 15 comma 11 del D.L. n.185/08 prevede un costo pari alle stesse aliquote ordinarie d'imposta, senza quindi alcun apparente vantaggio finanziario.

Forse è proprio in vista di possibili passaggi di proprietà nei pacchetti societari delle imprese interessate da queste fattispecie di divergenza che il Legislatore ha consentito di operare una forma di razionalizzazione del doppio

binario, sempre piuttosto scomodo e impegnativo dal punto di vista amministrativo, a tutto beneficio del soggetto acquirente pur senza alcun risparmio fiscale prospettico.

La descritta tematica del disallineamento civilistico-fiscale dei valori patrimoniali attivi e passivi pone tra l'altro il dilemma, nelle cessioni di imprese societarie, se procedere all'acquisto dell'azienda con pieno riconoscimento tributario degli importi corrisposti al venditore ma con sostenimento delle imposte indirette proporzionali di trasferimento oppure rilevare le quote o azioni della relativa società con modesti oneri fissi indiretti d'atto ma conservando il divario dei saldi penalizzante dal punto di vista tributario.

Si deve peraltro aggiungere che l'alternativa in parola dovrebbe essere esaminata in primo luogo sulla base degli obiettivi strategici ed economici dell'acquirente, come ad esempio la maggior flessibilità propria in genere del secondo strumento che consentirebbe, ad esempio, di realizzare sostanzialmente l'acquisizione limitandola al pacchetto di controllo della società da trasferire.

Sotto il profilo meramente impositivo, comunque, la pianificazione dell'operazione dovrebbe anche considerare che il risparmio per le imposte indirette nel caso di acquisto della partecipazione è certo e immediato, a fronte di un'onerosità dovuta al doppio binario per le dirette che dipende dalle dinamiche gestionali future del complesso acquisito e dai relativi riflessi sulle basi imponibili IRES e IRAP.

Si noti tuttavia che la normativa fiscale vigente incentiva con l'art.11 del D.L. n.34/2019, fino al 31/12/2022, le aggregazioni con soggetti esterni al proprio gruppo ottenute mediante fusioni, scissioni o conferimenti consentendo il riallineamento ai valori correnti contabili delle immobilizzazioni tecniche senza pagamento di imposte sostitutive nel limite complessivo di cinque milioni di euro. Infatti presupposto per accedere al consistente beneficio, di valore stimabile fino a euro 600.000 (euro 5.000.000x12%, aliquota più conveniente degli affrancamenti onerosi per questi asset), è l'assenza

già dal secondo periodo d'imposta precedente di un rapporto partecipativo superiore al 20% tra le società coinvolte nell'integrazione, che devono inoltre risultare effettivamente operative. Sembra così affiorare la comprensibile preoccupazione del Legislatore che le operazioni straordinarie in oggetto siano intraprese allo scopo preponderante di rivalutare gratuitamente i patrimoni societari accorpati, visto tra l'altro che nelle concentrazioni *inter-company* si è già segnalata l'inesistenza di un conflitto di interessi nella definizione dei valori correnti delle aziende individuate, che può estendersi spesso in un range soggettivo ragionevole a volte piuttosto ampio.⁷

A chiusura della disamina dei principali meccanismi di creazione del valore per i pacchetti societari abbinati alle disposizioni tributarie è opportuno ricordare che anche le gestioni straordinarie in parola soggiacciono al rischio del disconoscimento fiscale per abuso del diritto ai sensi dell'art. 10-bis della Legge n.212/2000, qualora organizzate senza ragioni economiche al solo scopo di conseguire vantaggi fiscali indebiti.

3. Le disaggregazioni

Le stesse operazioni esaminate sinora, ad eccezione delle fusioni, si prestano anche alla creazione di valore economico dei pacchetti societari nel quadro di una scorporazione della struttura aziendale.

I fattori promozionali più diffusi da ricordare per questo secondo filone, senza la pretesa di una problematica completezza, vanno dalla divisione di rami d'impresa che necessitano di risorse specifiche e stili di governance diversi, alla salvaguardia della ricchezza immobiliare o mobiliare segregandola dalla rischiosità del ciclo acquisto-produzione-vendita, all'alleggerimento della gestione operativa da una massa debitoria finanziaria da ristrutturare e dai relativi oneri,⁷ alla separazione di funzioni aziendali da ottimizzare con una conduzione specialistica, alla disgiunzione tra le unità redditizie da conservare e quelle in crisi da destinare a tentativi di risanamento, cessione o liquidazione prima che compromettano l'equilibrio complessivo, al conte-

07. Ricordando che la società di provenienza risponderrebbe comunque in seconda battuta rispetto alla società che accoglie la mole debitoria, per evitare abusi: nella scissione entro i limiti del valore del patrimonio effettivo attribuito, ex art. 2506-quater comma 3 del codice civile, nei conferimenti o cessioni ai sensi dell'art. 2560 comma 1 del codice civile.

nimento di eccessive dimensioni raggiunte a seguito dello sviluppo foriere di incremento dei rischi gestionali e difficoltà di direzione, al fronteggiare la rigidità per eccesso di capacità produttiva dovuto a calo delle vendite destinando parte della struttura a riconversione o cessazione, a problematiche nei rapporti con l'accresciuta forza lavoro o nelle relazioni sindacali, a parziali delocalizzazioni in aree favorevoli per l'acquisto di alcuni fattori produttivi.

Esistono poi una serie di motivazioni extra-aziendali quali, ad esempio, l'esigenza del passaggio generazionale nei confronti di più congiunti con diverse doti e attitudini gestionali, sopraggiunte visioni imprenditoriali diverse tra soci o, in alcuni casi, stalli decisionali e litigiosità, contenziosi di vario genere che ostacolano o impediscono lo svolgimento dell'attività di alcune divisioni, che si rende quindi opportuno dirottare in apposite *legal entity*.

Nelle disaggregazioni la creazione del valore per i pacchetti societari dipende quindi da una struttura più razionale che aumenta l'efficienza dei singoli rami favorendo la specializzazione delle singole aree strategiche d'affari, il più proficuo impiego di ciascuna divisione in vista dello sviluppo o della cessazione, la soluzione di anomalie nella *governance*.

Lo schema riorganizzativo in commento tende così a valorizzare in misura maggiore il nuovo complesso pur se disarticolato, a differenza dei processi di concentrazione nei quali proprio l'unione delle risorse alimentava quelle sinergie alla base del plusvalore economico. Nella presente casistica, pertanto, sembrano assumere in genere una rilevanza più incisiva l'idea imprenditoriale, il *know-how* manageriale, la capacità professionale di individuare il progetto ottimale e gli strumenti idonei per realizzarlo, rispetto alla complementare combinazione di risorse.

Risulta poi che, di regola, l'incremento di valore è indotto principalmente da una riduzione dei livelli di rischio oltre che da una dinamica reddituale, significativa in certe occasioni.

Come noto, infatti, entrambi i fattori concorrono alla misura del capitale economico di un'azienda, aspetto bene evidenziato dalle metodologie di calcolo reddituali, miste e finanziarie.

Si è accennato che la disaggregazione avviene con operazioni straordinarie quali il conferimento, la scissione e, per certi versi, la cessione.

Nelle prime due si osservano movimentazioni in senso opposto di complessi aziendali e partecipazioni, di nuova emissione o da annullare, mentre nella terza il corrispettivo è rappresentato da denaro.

Indubbiamente conferimenti e scissioni costituiscono gli strumenti principe per raggiungere le finalità in discorso. Tuttavia anche la vendita di rami aziendali, con reinvestimento, distribuzione o conservazione momentanea del prezzo conseguito, può risultare funzionale a un progetto di smembramento societario.

Al di là della variabile fiscale su cui si tornerà più avanti, i trasferimenti "con carta" ricordati realizzano fisiologicamente l'obiettivo della divisione patrimoniale, allocando parti dell'impresa della conferente o della scissa in cambio di quote o azioni. In particolare, poi, proprio la scissione, prevedendo questa forma di corrispettivo a favore dei soci e non della società scissa, sostanzia una riduzione del patrimonio netto pari alla differenza (se positiva) contabile tra elementi attivi e passivi incorporati.

Questa gestione straordinaria consente inoltre di variare alcune caratteristiche di base così da rendere l'istituto estremamente duttile e adattabile a mutevoli esigenze.

La scissa può estinguersi (scissione totale) o meno (scissione parziale), sono ammissibili beneficiarie preesistenti o di nuova costituzione, qualora risultino più d'una possono tutte distribuire le quote o azioni da emettere nelle stesse percentuali che ciascun socio detiene nella scissa (scissione proporzionale) o in misure variabili (scissione non proporzionale) purché a parità di valore attribuito compreso eventuale conguaglio in denaro sino al 10%, nelle suddette assegnazioni non uniformi è possibile soddisfare alcuni

soci con titoli della propria società scissa anziché di qualche beneficiaria (scissione asimmetrica, variante della scissione non proporzionale).

La combinazione di queste leve consente dunque la costruzione di molteplici versioni dell'operazione, salvo rispettare nella scissione totale la molteplicità delle beneficiarie per non sovrapporsi con altri istituti straordinari, e perseguire così svariati obiettivi. Basti pensare all'estrema efficacia di dirimere un contrasto tra soci attraverso una scissione non proporzionale assegnando a ciascuno la totalità di una o più beneficiarie, ovvero la scissa, a parità dei valori economici suddivisi come precisato.

In un settore dell'intrattenimento in cui si prevede uno scenario di possibili acquisizioni si è assistito nella pratica a un'originale scissione inversa in cui la partecipazione totalitaria in oggetto è stata scorporata dalla *holding*, proprietaria di altri pacchetti, designando quale beneficiaria la stessa società di servizi controllata, che ha assegnato tali quote al socio della capogruppo-scissa.

Si è così passati da una struttura societaria verticale, con il pacchetto contendibile confuso nel patrimonio della *holding*, a un assetto di tipo orizzontale idoneo ai prospettati accordi di integrazione, come illustrano le Fig.2 e 3.

Figura 2: Situazione di partenza

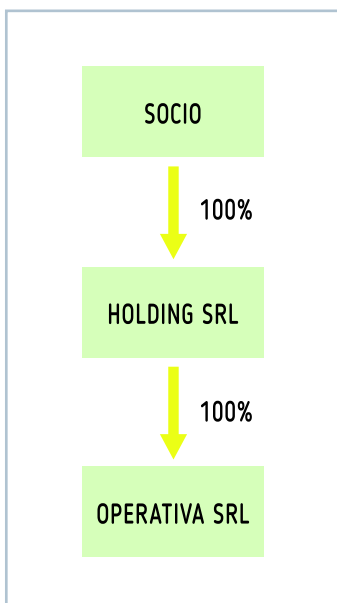
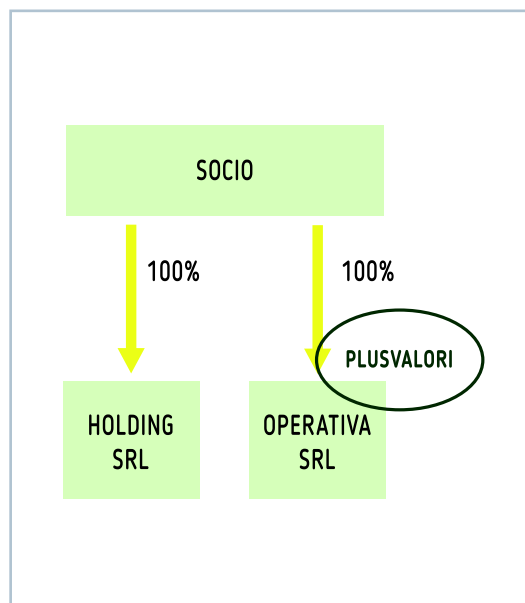


Figura 3: Situazione post-scissione



L'operazione genera quindi plusvalore non tanto per l'immissione di nuovi fattori produttivi o per interventi sulla produttività, quanto per una inedita sistemazione societaria frutto dell'intuizione imprenditoriale che prospetta possibili acquisizioni o gli accordi necessari per la difesa della posizione sul mercato.

Nei conferimenti, invece, il procedimento disaggregativo è meno perentorio poiché viene conservato il legame di controllo in capo alla conferente, che riceve direttamente le quote o azioni emesse dalle conferitarie e le amministra con la propria struttura aziendale, a differenza che nella scissa dove la perdita di tutto o parte del patrimonio è rivolta a vantaggio dei propri soci. Ciò anche nelle peculiari scissioni asimmetriche, dove il pagamento "con carta" eseguito con i titoli della stessa scissa può giustificarsi a fronte dello spin off di una propria divisione dal valore negativo, che determinerebbe quindi un arricchimento per la società da bilanciare con l'aumento di capitale netto.

A seconda dell'entità del ramo approntato la conferente può anche mutare natura assumendo le caratteristiche di *holding*, pura o mista, con la necessità di acquisire nuove *expertise* gestionali.

In tutti i casi nel patrimonio della scorporante si registra un significativo cambiamento qualitativo, diversamente che nelle forme-base di scissione, sostituendo al complesso aziendale conferito la corrispondente partecipazione. Di norma il nuovo *asset* partecipativo, che in realtà rappresenta l'unità aziendale fuoriuscita e risente del suo andamento, assume valore superiore rispetto al *book value* del capitale netto scorporato in quanto dipende dalla stima economica unitaria eseguita per definire l'ammontare delle quote o azioni da emettere.

Questi flussi di risorse contrapposti possono quindi manifestare plusvalore anche nella società conferente, oltre che nelle conferitarie che accolgono in parallelo i saldi contabili dell'impresa apportata aumentando il patrimonio netto in base alla valutazione effettiva, mentre nella scissione l'aumento della

ricchezza patrimoniale ricorre in genere solo per le beneficiarie.

In particolare, mentre nella conferitaria o nella beneficiaria preesistenti la stima dello scorporo ricevuto e la conseguente creazione di nuovo valore può dipendere anche da fenomeni aggregativi, per la conferente il puro vantaggio della disaggregazione dovrebbe affiorare o nel patrimonio netto, se l'operazione rappresentasse una riorganizzazione promossa dal soggetto economico, o quale componente reddituale di natura straordinaria in presenza di una finalità realizzativa, seppur in cambio di una partecipazione.

A tal proposito si osservi, anche per le analoghe tipologie di scissione, che l'eventuale obiettivo della dismissione verrebbe centrato in un modo intermedio trattandosi appunto, salvo il conguaglio, di un corrispettivo in quote o azioni anziché in denaro, mentre può richiamarsi anche per le operazioni disaggregative l'efficiente utilizzo delle poste del patrimonio netto per la struttura delle fonti delle società che ricevono gli scorpori.

Inoltre anche nel presente contesto risulta determinante, per la comprensione dei meccanismi di formazione dei valori, distinguere le operazioni *intercompany* da quelle che coinvolgono, anche solo in parte, soggetti esterni, con relativo conflitto di interessi in sede di regolazione del corrispettivo quand'anche in titoli.

Così in un conferimento d'azienda in società già costituita la presenza di soci terzi della conferitaria conduce a un confronto con la conferente sulla stima dell'apporto, con tendenziale motivazione dei soggetti esterni a sottovalutare il valore economico dello scorporo e il conseguente ammontare di patrimonio netto assegnato.

Anzi, nel particolare caso delle scissioni non proporzionali un ulteriore elemento di potenziale divergenza dipende dalle diverse percentuali di assegnazione del capitale sociale delle beneficiarie a ciascun socio della scissa, o dei titoli della stessa scorporante nelle operazioni asimmetriche, che stimola la trattativa al ribasso sulla valutazione dei singoli apporti nelle società dove si partecipa e al rialzo sugli

altri, così da massimizzare i valori ricevuti.

Infine anche ove perseguano finalità di disaggregazione aziendale gli istituti straordinari trattati si prestano a generare valore economico mediante un opportuno utilizzo delle chances offerte dalle disposizioni fiscali, ricordate in tema di concentrazioni.

Nello specifico, poi, l'art.176 comma 3 del Tuir qualifica non abusivo il conferimento con continuità nei valori fiscali, o assoggettato all'imposta sostitutiva "ordinaria" del precedente comma 2-ter, seguito dalla cessione della partecipazione in regime PEX di sostanziale esenzione della eventuale plusvalenza da realizzo conseguita, principio da ritenere valido anche ai fini dell'applicazione delle imposte fisse di trasferimento nel campo dei tributi indiretti, come precisato nella risposta n.196 del 18/06/2019 dall'Agenzia delle Entrate.

4. Altre operazioni straordinarie

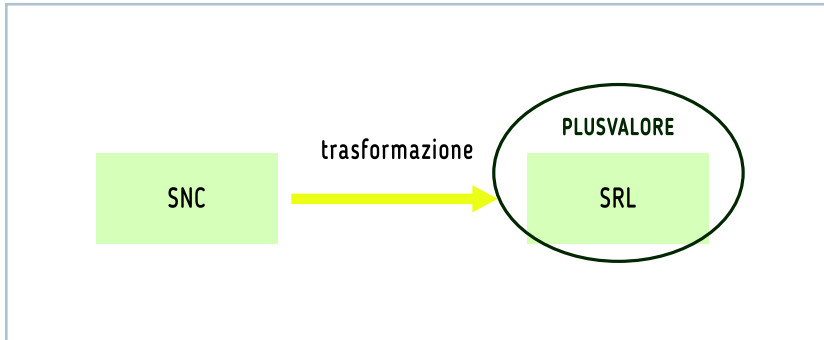
È possibile creare valore per i pacchetti societari con l'ausilio di altre gestioni straordinarie, seppur con possibilità più limitate rispetto agli istituti già esaminati.

La trasformazione consente di adeguare la tipologia societaria prescelta a nuove condizioni interne ed esterne di gestione dell'azienda e, con un favorevole trattamento fiscale, incrementare il capitale economico grazie a regole di conduzione amministrativa più consone ai mutamenti intervenuti.

Ad esempio in una Srl in cui si avverte l'esigenza di maggior flessibilità e tempestività nelle scelte decisionali per cogliere determinate opportunità di mercato, o si deve offrire in maniera immediata la garanzia patrimoniale personale dei soci a qualche fornitore di materie prime strategiche, si potrebbe propendere per la trasformazione in Snc, o in Sas conservando così il vantaggio della limitata responsabilità per alcuni soci, in presenza di un clima di armonia nella compagine sociale.

Viceversa il bisogno di distinguere le prerogative del socio di maggioranza da quelli di minoranza, di consentire un agevole ingresso in società di partner finanziari o industriali, di evitare prevedibili stalli decisionali o lo sciogli-

Figura 4



mento per intervenuta perdita della pluralità nella compagine sociale, di selezionare i creditori cui offrire la responsabilità personale illimitata dei soci attraverso idonee polizze fideiussorie, potrebbero indurre a trasformare l'impresa da Snc a Srl.

Nella trasformazione non si registra alcun trasferimento d'azienda, a differenza di quanto accade nel conferimento, variando come segnalato solo il tipo societario per lo svolgimento dell'attività economica.

Di conseguenza non sussistono corrispettivi e flussi di alcun genere, mentre gli eventuali plusvalori o minusvalori iscritti sui singoli elementi patrimoniali presenti alla data di riferimento dell'operazione non segnalano variazioni nel valore economico, bensì l'adeguamento dei saldi attivi e passivi ai criteri di valutazione di bilancio tecnico-legali a seguito di apposito processo di revisione contabile.

Nel grafico che segue si rappresenta la creazione del valore con la trasformazione (Fig.4).

Qui il plusvalore, che dipende dalla scelta di una forma societaria più adatta alle caratteristiche gestionali e si basa sulle varie economicità generate dall'operazione, si manifesta in modo unitario e indistinto sul complesso patrimoniale.

Anche l'affitto d'azienda può essere annoverato tra gli interventi di tipo straordinario sul ciclo produttivo aziendale, separando la proprietà dal soggetto che conduce l'impresa, suscettibili di incrementare il valore dei pacchetti societari.

In questo modo si consegna il complesso economico nelle mani di un im-

prenditore dotato delle risorse manageriali necessarie, mentre il concedente si assicura una rendita a fronte anche dei piani di rimborso di eventuali mutui e finanziamenti contratti per l'acquisto dei mezzi produttivi. In questo quadro la condizione basilare appare la capacità del soggetto affittuario di conseguire una redditività superiore rispetto al proprietario tale da remunerare anche il canone di godimento dovuto.

L'operazione trova sovente impiego nelle crisi di impresa, conclamate da procedure concorsuali o meno, dove una società in disequilibrio o addirittura in stato di dissesto non è più in grado di proseguire l'attività produttiva e, nel contempo, assicura la continuità aziendale in un nuovo soggetto a prescindere dalle vicende che possono interessare il concedente.

Spesso nel contratto in parola si prevede un diritto di prelazione o di opzione per l'acquisto dell'azienda o del ramo affittato, ad un prezzo prefissato.

Anche in questo istituto per la comprensione dei caratteri economici dell'operazione occorre distinguere gli affitti tra società dello stesso gruppo o con imprenditori terzi.

La liquidazione, nelle sue diverse forme giuridiche di manifestazione, sembra rappresentare il più delle volte una fase di dissolvimento del sistema aziendale e conseguente dispersione del valore di complesso, tanto da rappresentare l'unica gestione di cessazione assoluta dell'impresa tra quelle finora commentate.

Si noti tuttavia che la decisione è spesso indotta da crisi irreversibili, nelle quali la prosecuzione dell'attività produce delle perdite e il capitale economico può ben assumere una grandezza inferiore rispetto al capitale di liquidazione. Con questi presupposti lo scioglimento si può quindi rivelare persino foriero di generare valore, con positivi riflessi sulle quote o azioni delle società interessate purché, evidentemente, vengano avviati alla dismissione singoli rami d'azienda disfunzionali, senza condurre all'estinzione dell'impresa.

A prescindere dal confronto tra valutazione unitaria e disaggregata, pari al

residuo ricavabile dalle vendite dei beni realizzabili al netto dell'estinzione delle passività, l'efficace ed efficiente amministrazione della fase liquidatoria di una divisione oggetto della cessazione può altresì predisporre a generare singoli plusvalori.

Sotto questo aspetto le fattispecie più diffuse si riferiscono alle operazioni di estinzione del passivo, dove in alcuni casi si può riuscire a conseguire significativi risparmi sull'importo nominale del debito confidando sulla posizione di forza dovuta al timore dei creditori, specie se privi di garanzie, di subire perdite ancor più rilevanti o periodi di attesa prolungati.

Peralto anche dalla vendita dei beni possono risultare cospicue plusvalenze rispetto al valore di funzionamento assunto nell'ambito della gestione produttiva, grazie a favorevoli andamenti del mercato o all'abilità del liquidatore. Si pensi, a titolo di esempio, al notevole valore che possono assumere talvolta fabbricati destinati all'attività turistica nell'ottica di una riconversione immobiliare con utilizzi di tipo residenziale o commerciale, più favorevoli nell'area di riferimento.

Certo che, come segnalato all'inizio per ogni operazione straordinaria, quanto può essere lucrato nelle operazioni di liquidazione deve essere confrontato con i costi spesso non indifferenti della procedura, dovuti alle minusvalenze per difficoltà nel realizzo di alcune parti dell'attivo e ai compensi degli organi preposti.

5. Conclusioni

Le operazioni passate in rassegna non esauriscono il novero degli interventi di tipo straordinario utilizzabili per incrementare il valore di scambio dei pacchetti societari.

Altre soluzioni adottabili possono ravvisarsi nell'usufrutto di azienda, che assumendo natura di diritto reale rende più accentuata la separazione tra proprietà e conduzione dell'impresa a fronte di un corrispettivo tendenzialmente superiore per i maggiori poteri gestionali concessi.

Dovrebbe risultare ammissibile anche il conferimento in godimento dell'azienda, in cui a differenza che nell'affitto la remunerazione avviene in quote

o azioni attribuite alla conferente-concedente in base alla stima del valore attuale dei canoni figurativi, con tutte le considerazioni già svolte sull'ottimizzazione delle fonti patrimoniali della conferitaria-conduttore.

Tutte le procedure di ristrutturazione, concorsuali o meno, per il *turnaround* aziendale rientrano concettualmente nella categoria in esame, tanto da prestarsi in molte occasioni a generare un valore estremamente rilevante dovuto alla riconquistata redditività dell'unità aziendale o a una sistemazione di masse debitorie che consenta la prosecuzione dell'attività. Si ricorda a tal proposito che risultano ammissibili operazioni straordinarie, quali ad esempio le scissioni negative, concernenti rami con deficit patrimoniale ma capitale economico positivo.⁸

La creazione di plusvalore attraverso gestioni straordinarie richiede a volte la combinazione dei diversi istituti per raggiungere gli obiettivi finali prefissati, con un programma stilato dagli *advisor* finanziari che può prevedere in parte la sovrapposizione temporale delle singole operazioni, nel rispetto delle disposizioni di legge, per contenere il periodo necessario della fase di transizione.

È da ritenere poi già emerso che in molti interventi l'incremento di valore, riflesso nei rispettivi pacchetti societari, si può manifestare in più società coinvolte, come può immaginarsi in alcune scissioni parziali di rami aziendali a favore di beneficiarie già operanti, laddove il trasferimento dell'unità arrechi vantaggi a entrambe le parti interessate.

Infine, proprio le diverse dimensioni assunte dalle società che sopravvivono al programma straordinario rende preferibile valutare i risultati conseguiti con indici quali il ROE, piuttosto che comparando grandezze economiche in termini assoluti.

08. In dottrina qualche Autore non trova ostacoli neanche per le scissioni, asimmetriche, con valore economico negativo del ramo da incorporare. Cfr. E. Civerra, *Le operazioni straordinarie*, Ipsos, Milano, 2008, pagg. 600 e seguenti.