

TAX & LEGAL

# Il valore e le operazioni straordinarie - cenni

Dottor Andrea Circi

TAX

Villafranca, 18 e 19 Giugno 2009

### L'attuale contesto economico

- Circa il 60% dei maggiori Gruppi italiani quotati a fine 2008 aveva un rapporto Prezzo/Patrimonio Netto < 1\*
- La diffusione internazionale di fenomeni di capitalizzazione inferiore al PN contabile
- IAS – propositi introduttivi, velleità competitive e “l'amara” constatazione
- La finanza straordinaria e la teoria del valore a garanzia delle minoranze
- Il rischio.....un'opportunità per il difficile mestiere dell'imprenditore!

\* L'impairment Test nell'attuale crisi finanziaria e dei mercati reali, pp 27 e ss. – L. Guatri – M. Bini, Egea, 2009

### **Metodi analitici – il ricorso ai metodi tradizionali**

Metodo patrimoniale: il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio (valore corrente del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale)

Metodo reddituale: secondo il metodo reddituale il valore di un'azienda è proporzionale alla sua capacità di produrre reddito; il valore dell'impresa deriva pertanto dalla sommatoria dei valori attuali dei flussi reddituali attesi

Metodo misto patrimoniale-reddituale: il metodo misto è definito come somma di due addendi; il capitale netto rettificato, derivante dall'analisi patrimoniale e il *goodwill*

Metodo dei flussi di cassa attualizzati (DCF): il valore di un'azienda è pari alla somma dei valori attualizzati dei flussi di cassa operativi netti che l'attività economica sarà in grado di generare entro l'orizzonte temporale previsto da un esercizio di pianificazione di medio periodo (“*Business Plan*”) e al valore residuo (*Terminal Value*) identificato come il valore del complesso aziendale alla fine dell'orizzonte temporale preso in considerazione

## Metodi sintetici – gli strumenti comparativi

Metodo dei multipli di mercato: esprime il valore dell'azienda in funzione dei parametri di mercato desunti dai corsi di borsa di società comparabili con la realtà oggetto di valutazione

Metodo dei multipli di transazione: esprime il valore dell'azienda in funzione dei parametri di mercato desunti dall'applicazione dei prezzi di transazioni comparabili (deal price)

## Metodi basati sui flussi finanziari attesi

- Le metodologie di stima del valore d'azienda strutturate sull'attualizzazione dei flussi di risultato attesi sono tra le più impiegate per la determinazione del valore, le principali problematiche che si pongono sono:
  - ✓ il tasso di attualizzazione da applicare
  - ✓ la scelta dei flussi di risultato attesi da impiegare nel processo di attualizzazione
- possono avere natura finanziaria ovvero reddituale
- possono essere operativi ovvero derivanti dalla gestione caratteristica d'azienda, meglio noti come Free Cash-Flow from Operations (FCFO), oppure disponibili per gli azionisti dopo la copertura delle esigenze gestionali aziendali considerate sia nel breve che nel lungo periodo, meglio noti come Free Cash-Flow to Equity (FCFE).
- possono far riferimento alla gestione caratteristica operativa dell'azienda, ovvero all'EBITDA, oppure possono far riferimento al risultato di esercizio, ovvero al Reddito Netto

## La valutazione dell'azienda – il contesto

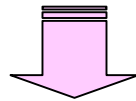
- L'attuale contesto di forte incertezza si caratterizza per
  - Elevata volatilità
  - Incapacità di svolgere previsioni attendibili
  - Sovra-peso del fattore rischio
  - Approccio prudente
  - Crescita dei tassi
  - Discesa dei multipli
  - Focus sul valore “recuperabile”
- Andamento del mercato dei capitali e principi contabili

## Valore vs/Prezzo

- Dal punto di vista teorico, la corretta applicazione delle metodologie valutative dovrebbe esprimere il valore equo dell'azienda, in modo indipendente ed oggettivo
- Il valore risulta quindi una grandezza frutto di una stima
- **Il prezzo è un dato del mercato**, è il frutto di una trattativa, i soggetti interessati all'acquisto, definiscono il prezzo tenendo conto del valore e di elementi che sono funzione degli obiettivi dell'acquisizione:
  - obiettivi legati al processo di acquisizione per un soggetto industriale
    - ampliare la quota di mercato, economie di scala, integrazione orizzontale/verticale, sinergie commerciali, riduzione delle inefficienze, etc
  - obiettivi legati al processo di acquisizione per un soggetto finanziario
    - limitato orizzonte temporale dell'investimento, rapida crescita di valore attraverso ottimizzazione della struttura finanziaria, ristrutturazione e rapido disinvestimento, etc

## **Fattori esterni che possono incidere:**

- Fluidità o rigidità dei capitali legati alle imprese
- Efficacia dei mercati finanziari
- Ciclo della domanda/offerta del capitale di rischio
- Processi in atto di concentrazione nel settore



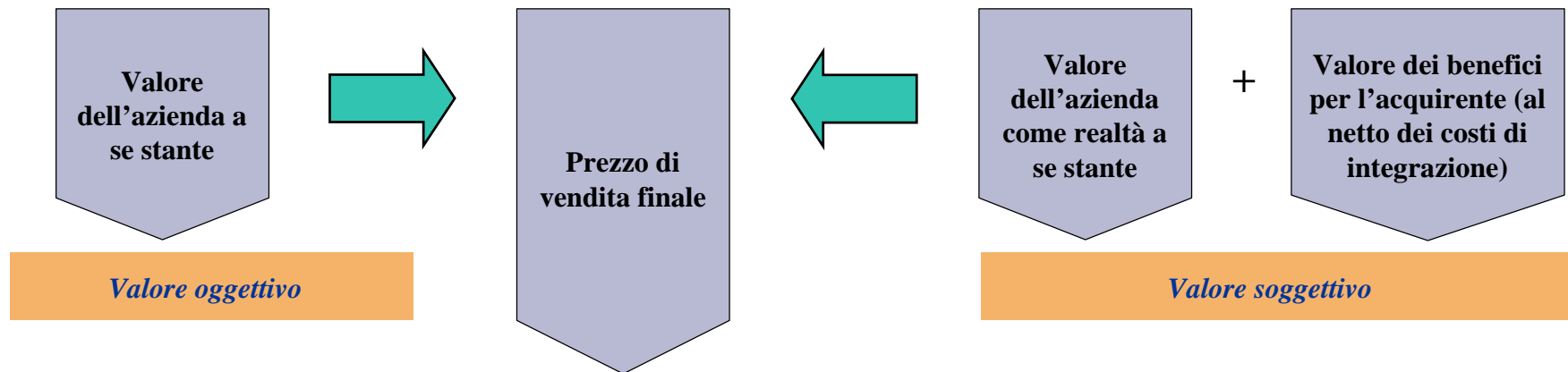
## **Fattori interni che possono incidere – capacità di diffusione del valore:**

- Trasparenza ed efficacia delle comunicazioni
- Credibilità
- Finalità dell'acquisizione (controllo, minoranza)
- Trattativa



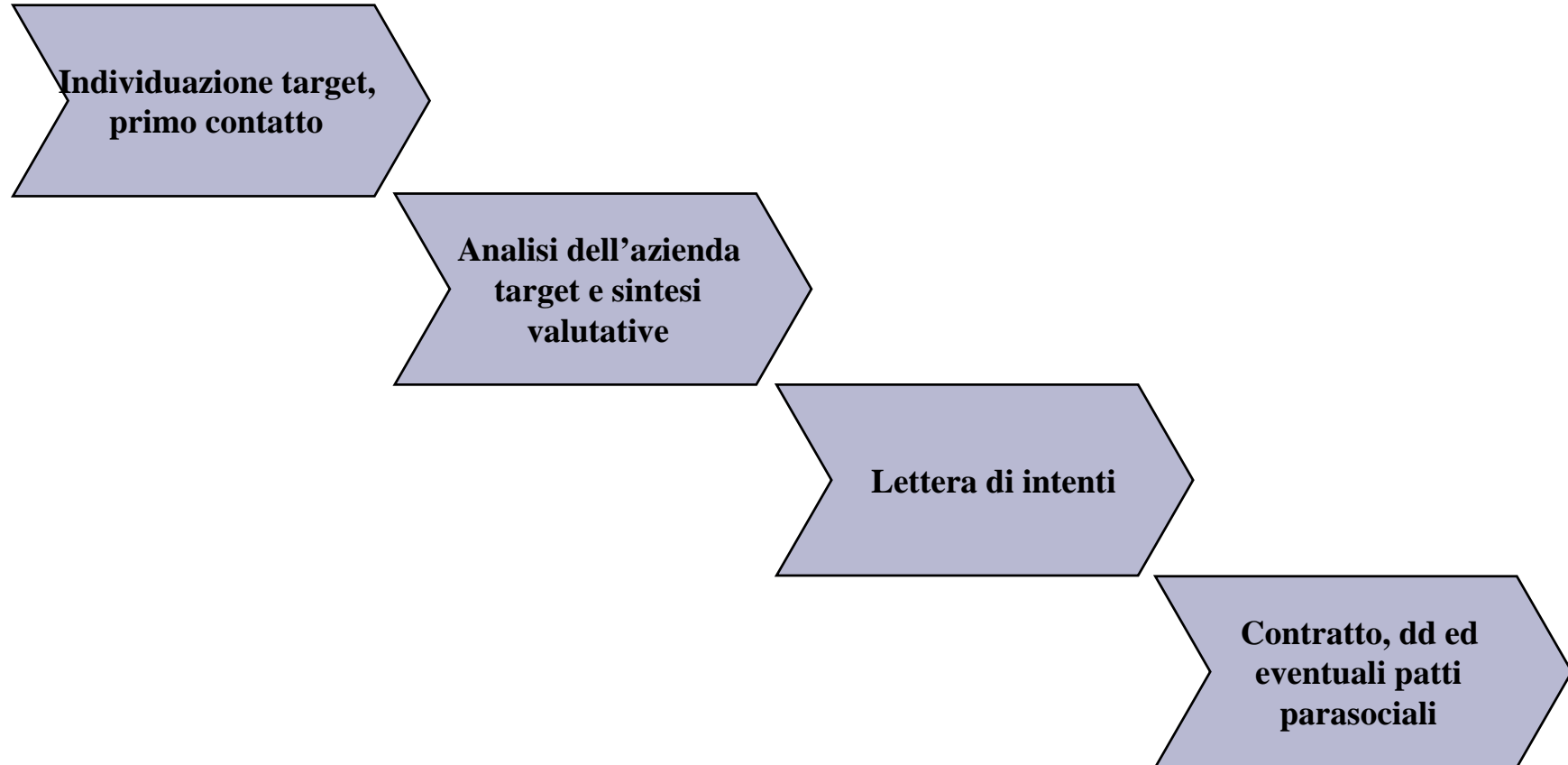
# Come viene stabilito il prezzo di un'azienda

- Il prezzo di vendita si colloca tra il valore dell'azienda come realtà indipendente ed il valore dettato dai benefici per l'acquirente

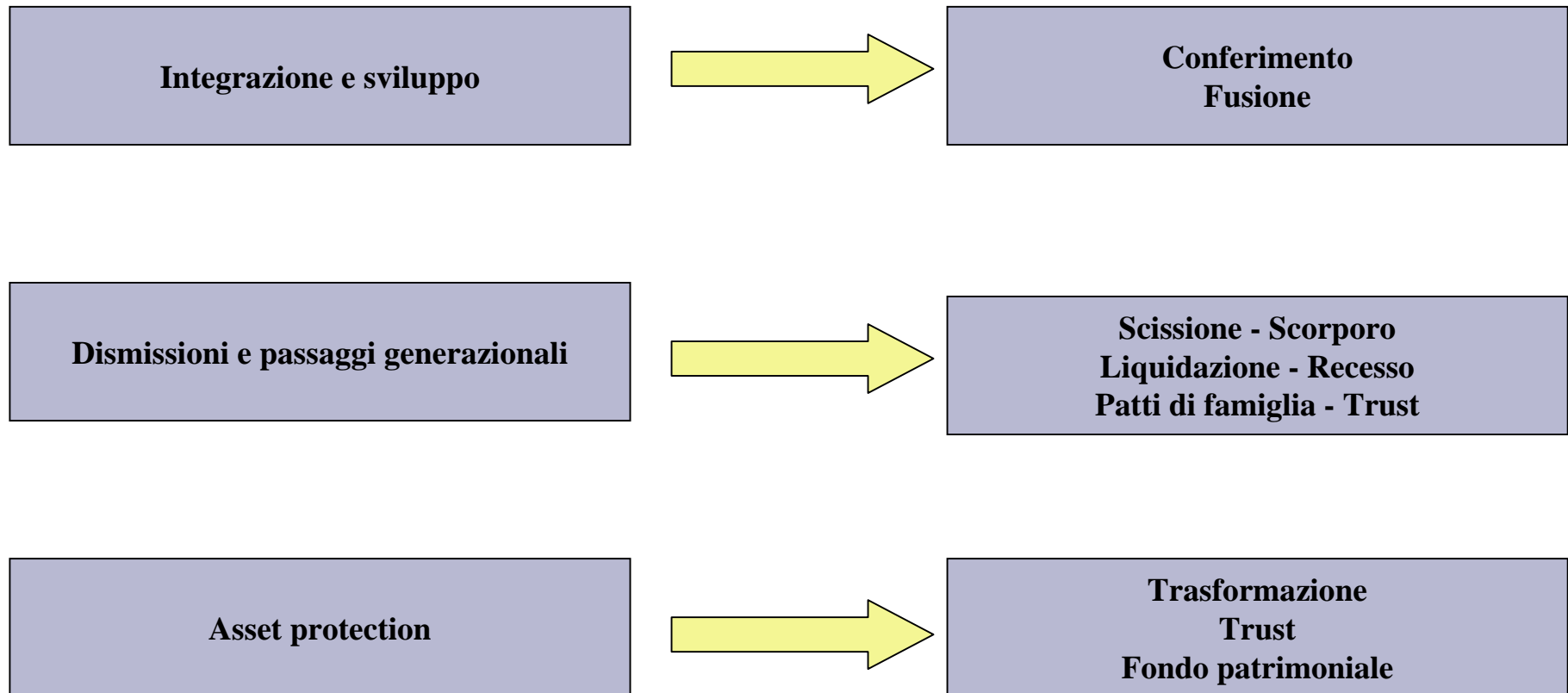


*La porzione di valore dei benefici per l'acquirente riconosciuta nel prezzo è funzione del potere negoziale delle parti*

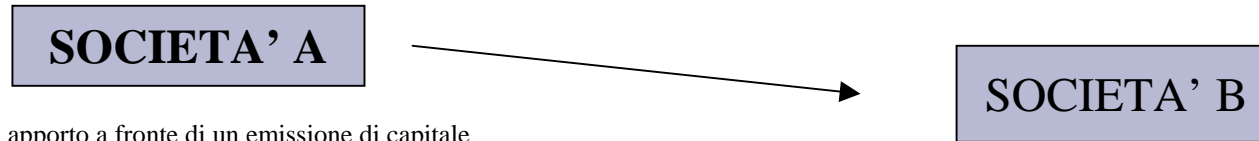
## Il processo....



# Le operazioni straordinarie – Finalità e strategie – Un cenno agli strumenti



## IL CONFERIMENTO D'AZIENDA

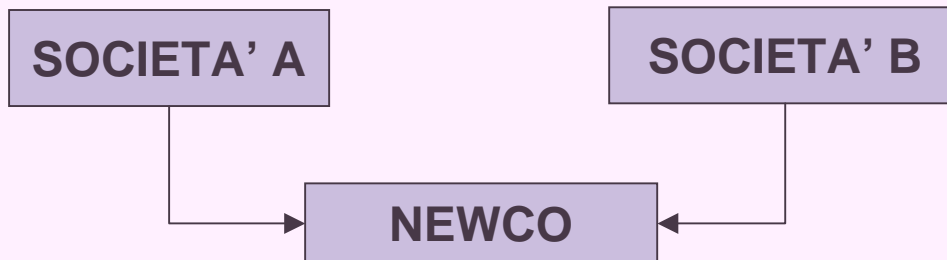


- Il conferimento consta di un apporto a fronte di un emissione di capitale
  - Trattasi di operazione neutrale ai fini delle IIDD (art. 176 Tuir), esente ai fini dell'imposta di Registro e soggetta ad uno speciale regime ai fini del diritto societario – si richiede perizia, salvo eccezioni
  - Possibilità di optare per l'applicazione di un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive, sui maggiori valori attribuiti in bilancio agli elementi dell'attivo costituenti immobilizzazioni materiali ed immateriali, ottenendone, conseguentemente, il riconoscimento fiscale
    - ✓ Le aliquote dell'imposta sostitutiva sono: - **12%** sulla parte dei maggiori valori compresi nel limite di 5.000.000 di euro; - **14%** per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede 5.000.000 di euro e fino a 10.000.000 di euro; - **16%** sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10.000.000 di euro
    - ✓ Versamento in tre rate (pari al 30, 40 e 30% dell'importo dovuto, con applicazione di interessi annui del 2,5% sulla seconda e terza rata)
  - Per le operazioni effettuate nell'anno 2009, viene riconosciuto il cosiddetto "Bonus aggregazioni": riconoscimento gratuito del maggior valore attribuito ai beni strumentali materiali ed immateriali che emergono dall'operazione
- Finalità: "stimolare la realizzazione delle operazioni di aggregazione aziendale per incentivare le imprese ad incrementare le loro dimensioni per affrontare in modo più agevole l'attuale periodo di recessione e risultare più competitive anche in un contesto di mercato più ampio di quello nazionale"
- Possono beneficiare le società di capitali residenti indipendentemente dalla loro dimensione purché: (i) siano operative da almeno due anni; (ii) non facciano parte dello stesso gruppo societario; (iii) non siano legate da precedenti vincoli partecipativi superiori al 20% del capitale; (iv) non siano controllate, anche indirettamente, dallo stesso soggetto
- Si rende necessaria (1.) una valutazione di ordine economico finalizzata alla determinazione dell'aumento di capitale da destinare al conferente nel limite massimo della prudente (2.) valutazione civilistica dell'apporto

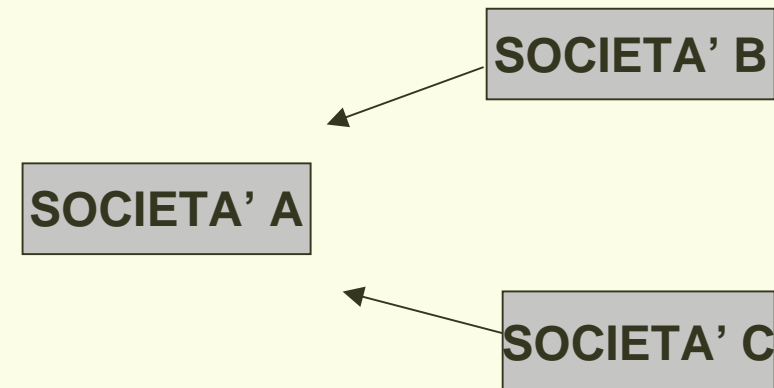
## LA FUSIONE

- Si intende la concentrazione di più organismi economici sotto un unico soggetto giuridico, il quale svolge la precedente attività attraverso un unico complesso produttivo.
- Esistono due tipi di fusione:

1) **Fusione propriamente detta:** è la fusione mediante la quale si crea una nuova società (NewCo)



- 2) **Fusione per incorporazione:** operazione mediante la quale una società già esistente incorpora una o più società che perdono la loro individualità. Queste cessano di esistere, mentre l'incorporante continua la propria attività con un capitale che comprende anche quello delle società incorporate



# Integrazione e sviluppo

Nel caso della fusione si richiede una valutazione del capitale economico finalizzata alla determinazione del rapporto di concambio tra le società coinvolte nell'operazione

In sede di fusione **l'enfasi primaria della valutazione** non è posta sulla determinazione del valore assoluto delle singole società bensì **sul rapporto di concambio tra le azioni**

- L'operazione di fusione è neutra fiscalmente, in ogni caso, è prevista la possibilità per la società incorporante o risultante dalla fusione di applicare l'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive *“finalizzata ad ottenere il riconoscimento dei maggiori valori dei cespiti iscritti in bilancio e non a tramutare la natura dell'operazione da neutrale in realizzativa”*
  - ✓ Le aliquote dell'imposta sostitutiva che si applica sui maggiori valori emersi dall'operazione sono: - **12%** sulla parte dei maggiori valori compresi nel limite di 5.000.000 di euro; - **14%** per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede 5.000.000 di euro e fino a 10.000.000 di euro; - **16%** sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10.000.000 di euro.
  - ✓ Versamento in tre rate (pari al 30, 40 e 30% dell'importo dovuto, con applicazione di interessi annui del 2,5% sulla seconda e terza rata);
- Per le operazioni effettuate nell'anno 2009, viene riconosciuto il cosiddetto “Bonus aggregazioni”: riconoscimento gratuito del maggior valore attribuito ai beni strumentali materiali ed immateriali (pertanto, non avviamento) che emergono dall'operazione

Finalità: "stimolare la realizzazione delle operazioni di aggregazione aziendale per incentivare le imprese ad incrementare le loro dimensioni per affrontare in modo più agevole l'attuale periodo di recessione e risultare più competitive anche in un contesto di mercato più ampio di quello nazionale".

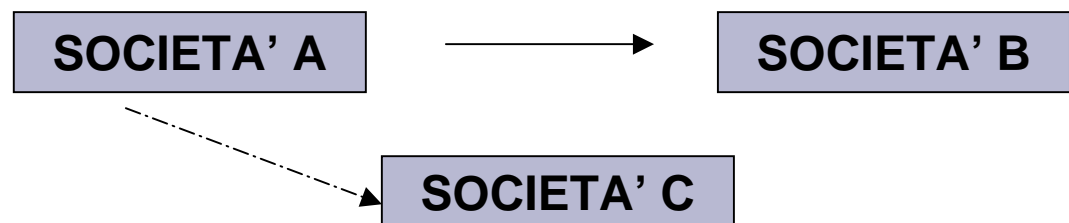
- Possono beneficiare le società di capitali residenti indipendentemente dalla loro dimensione purché: (i) sono operative da almeno due anni; (ii) non facciano parte dello stesso gruppo societario; (iii) non siano legate da precedenti vincoli partecipativi superiori al 20% del capitale; (iv) non siano controllate, anche indirettamente, dallo stesso soggetto

# Dismissioni e passaggi generazionali

## LA SCISSIONE

- Operazione con la quale una società trasferente (scissa) estinguendosi (se integrale, scioglimento senza liquidazione) o rimanendo in vita (se parziale), trasferisce - ad una o più società preesistenti o di nuova costituzione (beneficiaria/e) – rispettivamente, l'intero suo patrimonio o una parte di esso attribuendo ai soci della scissa azioni o quote della/e beneficiaria/e
- L'operazione di scissione, avviene in regime di neutralità fiscale, tuttavia esiste la possibilità per la società beneficiaria di applicare l'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi e dell'imposta regionale sulle attività produttive, per ottenere il riconoscimento fiscale dei maggiori valori iscritti in bilancio a seguito di tale operazione
  - ✓ Le aliquote dell'imposta sostitutiva che si applica sui maggiori valori emersi dall'operazione sono: - **12%** sulla parte dei maggiori valori compresi nel limite di 5.000.000 di euro; - **14%** per cento sulla parte dei maggiori valori che eccede 5.000.000 di euro e fino a 10.000.000 di euro; - **16%** sulla parte dei maggiori valori che eccede i 10.000.000 di euro.
  - ✓ Versamento in tre rate (pari al 30, 40 e 30% dell'importo dovuto, con applicazione di interessi annui del 2,5% sulla seconda e terza rata);
- Per le operazioni effettuate nell'anno 2009, viene riconosciuto il cosiddetto **“Bonus aggregazioni”** (vale quanto illustrato precedentemente con riferimento alle operazioni di fusione e conferimento)
- Esistono diversi tipi di scissione (totale e parziale o scorporo, proporzionale e non, con società preesistenti e di nuova costituzione, etc), la più comune si realizza con assegnazione ai propri soci delle azioni/quote della/e società beneficiaria/e del ramo di azienda oggetto di scissione

**Scissione:** la società trasferisce l'azienda a due o più società beneficiarie che assegnano le azioni di nuova emissione (o quote) ai soci della scissa



## LA LIQUIDAZIONE

La liquidazione è uno strumento volontario o coattivo atto all'estinzione dell'azienda (salvo non si realizzi in modo parziale attraverso la liquidazione di singoli soci – recesso); l'azienda non viene alienata come complesso funzionante, ma vengono realizzate, mediante la vendita, le singole attività; quando in bonis

- Parimenti vengono estinte le partite di natura debitoria
- L'eventuale residuo attivo verrà distribuito ai detentori del capitale di rischio dell'impresa
- **Cause:**
  - ✓ Per il decorso del termine
  - ✓ Per il conseguimento dell'oggetto sociale o per sopravvenuta impossibilità di conseguirlo
  - ✓ Continuata inattività dell'assemblea
  - ✓ Riduzione del capitale al di sotto del minimo legale
  - ✓ Per deliberazione dell'assemblea
  - ✓ Altre cause previste dall'atto costitutivo.



## I PATTI DI FAMIGLIA

Strumento di recente introduzione: *”E’ patto di famiglia il contratto con cui, compatibilmente con le disposizioni in materia di impresa familiare e nel rispetto delle differenti tipologie societarie, l’imprenditore trasferisce, in tutto o in parte, l’azienda, e il titolare di partecipazioni societarie trasferisce, in tutto o in parte, le proprie quote, ad uno o più discendenti.”*

- È una convenzione traslativa inter vivos e non è un trasferimento mortis causa; non può essere considerato come una donazione (anche se l’assegnazione dell’azienda o delle quote avviene senza corrispettivo, in quanto non prevale l’animus donandi)
- Scopo principale: regolamentazione del passaggio generazionale nell’impresa
- Il contratto deve essere concluso per atto pubblico e può essere sciolto o modificato dagli stessi soggetti che hanno partecipato all’atto
- Se a favore di discendenti (aziende e quote/azioni), non è soggetto a imposta di successioni e donazioni; di conseguenza, l’operazione risulta essere fiscalmente neutra, se l’assegnatario mantiene gli stessi valori fiscali che vi erano in capo al donante (salvo regime imprenditore – sopravvenienza attiva); imposta di registro nel caso di trasferimento di beni e diritti a favore di soggetti diversi dal coniuge, dai parenti in linea retta e affini entro il quarto grado, e per la parte che eccede € 180.759,91; ipo-catastali su beni immobili o diritti reali immobiliari

## LA TRASFORMAZIONE

Consiste nell'adozione di un diverso modello societario rispetto a quello originario

- E' realizzabile:
  - ✓ tra due modelli societari omogenei
  - ✓ da un modello societario ad un altro (trasformazione eterogenea), i.e. da società commerciale in consorzio,

Lo strumento nell'attuale contesto economico – obiettivi principali

- Cost savings – ricorso ad uno strumento più agile e meno costoso (da SpA a Srl)
- Riduzione delle future responsabilità – da società personale a società di capitali (snc vs srl)
- Pianificazione fiscale (regime trasparente vs regime opaco)

La trasformazione è un'operazione fiscalmente neutrale

## IL TRUST

È un negozio giuridico di origine anglosassone – recepito in Italia con la Convenzione dell’Aja 1.7.1985, in vigore da 1.1.1992 - mediante il quale il *settlor* (disponente) trasferisce ad un altro soggetto, *trustee* (amministratore), la “proprietà” di uno o più beni affidandogli il compito di gestirli a vantaggio di un ulteriore soggetto beneficiario, nell’ottica di perseguire un obiettivo finale e con l’intento di segregarli

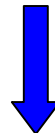
- Elementi caratteristici
  - Le figure principali: il *settlor*, il *trustee*, i *beneficiaries*, il *protector*,
  - I beni del *trust* sono distinti dal patrimonio del *trustee*, del *settlor* e dei *beneficiaries*
  - Il trust può svolgere attività commerciale e non
  - Sul piano tributario si distinguono in trasparenti (beneficiari individuati) ed opachi (beneficiari non individuati), nel primo caso imputazione diretta dei redditi di capitali, nel secondo caso soggezione IRES in capo al Trust e successiva attribuzione neutrale ai beneficiari; l’atto dispositivo (conferimento) è soggetto ad imposta di successione e donazione con aliquote applicabili ai beneficiari ove individuati al trust ove opaco – **strumento di pianificazione del passaggio generazionale**
  - Salvo eccezioni, **non aggredibilità dei beni in Trust**

## IL FONDO PATRIMONIALE

- *“Ciascuno o entrambi i coniugi (per atto pubblico) o un terzo (per atto pubblico o per testamento) possono costituire un fondo patrimoniale destinando determinati beni, immobili o mobili iscritti in pubblici registri, o anche titoli di credito al soddisfacimento dei bisogni della famiglia”*
- La proprietà dei beni costituenti il fondo spetta ad entrambi i coniugi in quote eguali, sempre che non sia stato diversamente previsto nel patto iniziale.
- I beni vengono amministrati secondo le norme relative all'amministrazione della comunione legale
- I beni non possono essere alienati, ipotecati, dati in pegno o comunque vincolati senza il consenso di entrambi i coniugi e del giudice tutelare in presenza di minori
- I frutti prodotti debbono essere destinati al soddisfacimento dei bisogni della famiglia
- C'è obbligo del vincolo matrimoniale; qualora vi sia la cessazione del fondo e la presenza di figli minori, il fondo rimarrà validamente costituito fino al raggiungimento della maggiore età dell'ultimo figlio
- All'atto di costituzione con apporto di beni di proprietà, applicazione dell'imposta di registro e dell'ipotecaria in misura fissa
- I redditi sono imputati pro quota (50%) ai coniugi

# Strumenti per la gestione della crisi d'impresa - Cenni

Soluzioni giudiziali	Soluzioni stragiudiziali
<u>Concordato preventivo</u> strumento processualistico	<u>Piani di risanamento</u> strumento privatistico (teoricamente non contrattuale, nella prassi ricorre l'accordo con i creditori)
<u>Accordo di ristrutturazione del debito</u> strumento privatistico-contrattuale con intervento dell'autorità giudiziaria	



**Presupposto oggettivo** → **stato di crisi: situazione patrimoniale, economico e finanziaria che può determinare un rischio di insolvenza. Per stato di insolvenza si intende l'inidoneità del patrimonio del debitore a soddisfare le pretese dei creditori**

## IL CONCORDATO PREVENTIVO

### Aspetti generali

- Non è prevista una percentuale minima di soddisfazione dei creditori chirografari
- Non è più previsto il pagamento integrale dei creditori privilegiati

### Requisiti

- Una relazione di un professionista deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano medesimo
- Approvazione della maggioranza dei crediti ammessi al voto
- Omologa del tribunale

### Effetti

- Vincola tutti i creditori
- I creditori per titolo o causa anteriore al decreto di omologa non possono iniziare o proseguire azioni esecutive sul patrimonio del debitore.
- In caso di successiva dichiarazione di fallimento, i pagamenti eseguiti e le garanzie prestate in esecuzione del concordato preventivo sono esenti da revoca
- Irrilevanza delle sopravvenienze attive rinvenienti dalla falcidia debitoria e delle plus/minus x cessioni dei beni ai creditori

## IL PIANO DI RISANAMENTO

### Aspetti generali

- Non prevede un controllo da parte dell'autorità giudiziaria
- Non prevede un accordo con tutti i creditori, anche se ricorre nella prassi
- Non blocca eventuali iniziative dei singoli creditori sul patrimonio del debitore

### Requisiti

- La Relazione del professionista deve attestare la ragionevolezza del piano

### Effetti

- Pone al riparo l'imprenditore e soggetti che entrano nel rapporto con lo stesso coinvolti da azioni revocatorie

## L'ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE

### Aspetti generali

- Accordo con i creditori soggetto ad omologa del tribunale - adesione del 60% dei creditori, idoneità dell'accordo ad assicurare il regolare pagamento dei creditori non aderenti sulla base della relazione

### Requisiti

- Partecipazione di un numero di creditori tali da rappresentare almeno il 60% dell'ammontare dei crediti
- Garanzia del puntuale ed integrale pagamento dei creditori che non aderiscono
- La relazione del professionista deve attestare l'attuabilità dell'Accordo ed in particolare la sua idoneità ad assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei
- Giudizio di omologa

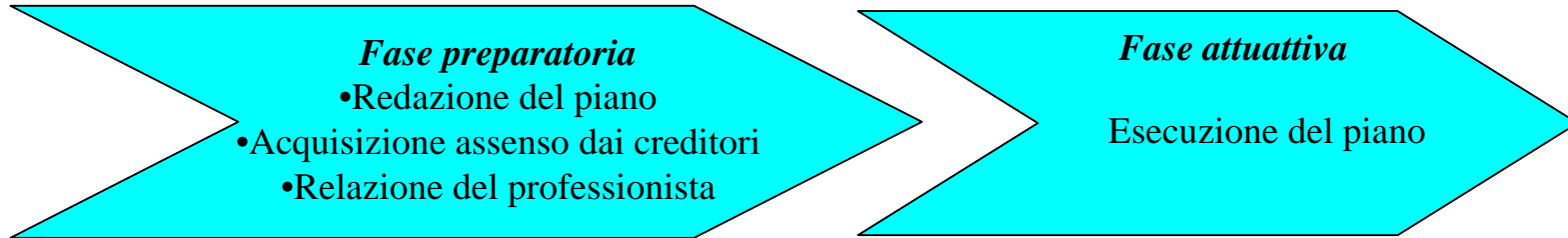
### Effetti

In caso di successivo fallimento, i pagamenti eseguiti, gli atti compiuti e le garanzie prestate in esecuzione dell'accordo sono irrevocabili

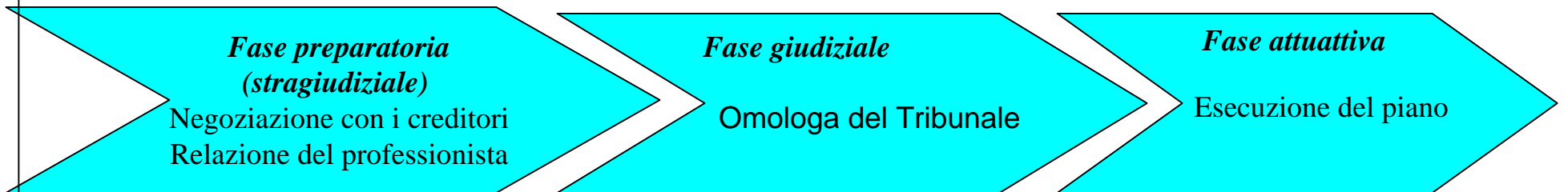


# Strumenti per la gestione della crisi d'impresa – Le procedure

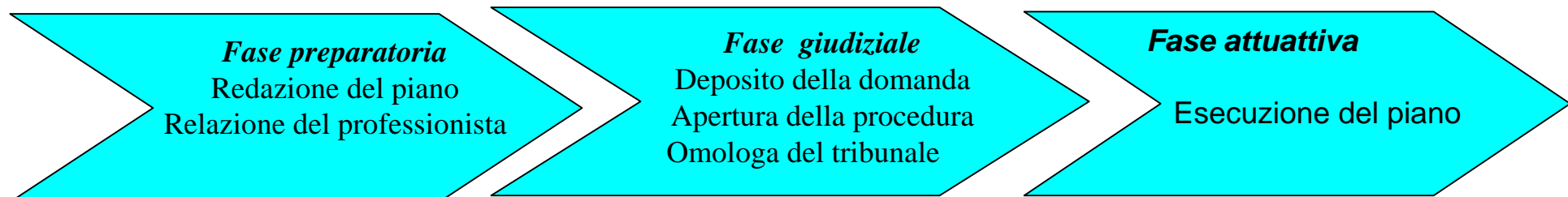
## •Piano di risanamento (ex art. 67, co.3, let. d) Legge Fallimentare)



## •Accordo di ristrutturazione del debito (ex art. 182 bis Legge Fallimentare)



## • Concordato preventivo (ex art. 160 Legge Fallimentare)



# Indice

<b>1) Il “valore” e le operazioni straordinarie - Il contesto</b>	<b>pg. 2</b>
<b>2) La valutazione dell’azienda</b>	<b>pg. 3</b>
<b>Metodi</b>	<b>pg. 3</b>
<b>Il contesto</b>	<b>pg. 6</b>
<b>Valore vs/Prezzo</b>	<b>pg. 7</b>
<b>Come viene stabilito il prezzo dell’azienda</b>	<b>pg. 9</b>
<b>Il processo</b>	<b>pg. 10</b>
<b>3) Le operazioni straordinarie – Finalità e strategie</b>	<b>pg. 11</b>
<b>Integrazione e sviluppo</b>	<b>pg. 12</b>
<b>a) Conferimento</b>	<b>pg. 12</b>
<b>b) Fusione</b>	<b>pg. 13</b>
<b>Dismissione e passaggi generazionali</b>	<b>pg. 15</b>
<b>a) Scissione</b>	<b>pg. 15</b>
<b>b) Liquidazione</b>	<b>pg. 16</b>
<b>c) Patti di famiglia</b>	<b>pg. 17</b>
<b>Asset protection</b>	<b>pg. 18</b>
<b>a) Trasformazione</b>	<b>pg. 18</b>
<b>b) Trust</b>	<b>pg. 19</b>
<b>c) Fondo patrimoniale</b>	<b>pg. 20</b>
<b>4) Strumenti per la gestione della crisi d’impresa - Cenni</b>	<b>pg. 21</b>

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

**Andrea Circi**

**Dottore commercialista – Revisore contabile**

**KStudio Associato, Parma**

**+39 (0521) 236311**

**acirci@kstudioassociato.it**

**www.kpmg.com**