

L'utilizzo della leva finanziaria: aspetti fiscali

Alcune considerazioni sull'evoluzione nell'utilizzo di tecniche, quale il leveraged, pesantemente influenzate da giudizi di convenienza fiscale.

di Stefano Ricci **ASPETTI INTRODUTTIVI**

Negli ultimi dodici mesi, con quel corpo normativo ormai conosciuto come "Riforma Visco" (1), sono state apportate numerose e profonde modifiche al sistema fiscale previgente; non ci deve quindi stupire come, simmetricamente, siano drasticamente mutati tutti i calcoli di convenienza fiscale legati all'utilizzo di numerosi strumenti e tecniche che hanno ad oggi raggiunto un buon grado di diffusione proprio in quanto inseriti in un contesto di ottimizzazione impositiva.

A questo riguardo, il presente lavoro andrà fondamentalmente a studiare la tecnica della leva finanziaria (2) nei suoi vari aspetti funzionali, operativi e strategici.

In primo luogo è opportuno identificare quello che intendiamo, ai fini dell'articolo in questione (3), per effetto leva, in quanto possiamo individuare:

A) *Leveraged statico*, ovvero riguardante lo studio degli effetti e degli influssi fiscali di una data struttura finanziaria; in questo caso l'interesse sarà incentrato sull'ottimizzazione, sotto il punto di vista impositivo, della composizione del capitale.

B) *Leveraged dinamico*, ovvero lo studio della composizione del "financial package" necessario in casi di acquisizione di società, rami d'azienda o semplicemente per finanziare nuove attività produttive;

Il concetto di staticità o dinamicità dell'effetto leva sopra esposto, è dovuto fondamentalmente a due motivazioni; in primo luogo teleologica, in quanto è statica l'analisi che porta a modificazioni solo qualitative e non necessariamente quantitative del capitale, ed al contrario è dinamica la variazione qualitativa del capitale causata direttamente dall'incremento dei mezzi finanziari richiesti. Simmetricamente il primo oggetto di analisi richiede una tecnica statica, in quanto "fotografa" una data situazione in un certo istante, mentre nel secondo caso si analizza un flusso, il divenire prospettico di nuove attività produttive.

Nel proseguo dello studio ci soffermeremo in particolar modo su una duplice analisi comparativa, sia orizzontale, ovvero tra i differenti strumenti o tecniche utilizzabili in alternativa al leveraged, quanto di tipo storico, cercando di individuare l'evoluzione dei caratteri fondamentali della materia, e dei suoi effetti sulla pianificazione strategica e sulle scelte di tipo gestionale.

IMPOSIZIONE FISCALE E STRUTTURA FINANZIARIA

La possibilità per una impresa di creare valore economico, oltre che nella allocazione efficiente degli impieghi e nell'identificazione delle Aree Strategiche d'Affari dove operare, è senza dubbio

(1) Entrando nel dettaglio, la "riforma Visco" risulta composta da legge n. 449/1997 (legge collegata alla finanziaria 1998), e dai suoi decreti attuativi, ovvero D.Lgs. n. 314/1997 (lavoro dipendente), n. 460/1997 (ONLUS), n. 446/1997 (IRAP), n. 466/1997 (DIT), n. 467/1997 (imposta sostitutiva della maggiorazione di conguaglio).

Visto il peculiare argomento trattato, meritano anche attenzione il riordino della tassazione dei redditi da capitale (D.Lgs. n. 461/1997), e l'imposta sostitutiva sulla cessione di aziende (D.Lgs. n. 358/1997).

(2) O leveraged, secondo la dizione anglosassone ormai universalmente conosciuta ed utilizzata.

(3) Per una nozione più approfondita e completa dell'effetto leva si rimanda per esempio a "Management buy out", di Ernesto Monti, Roma, 1997; Crowford, "A managerial guide to LBO", NYC, 1987; Montalenti, "Leveraged Buyouts", Milano, 1991.

anche fornita da un attento studio della propria struttura finanziaria.

In altri termini, l'attivazione di un processo virtuoso di creazione di ricchezza per gli azionisti/imprenditori può scaturire, dato il contesto operativo in cui l'impresa agisce, da precise scelte e politiche finanziarie.

Queste teorie non sono senz'altro nuove, basti pensare che, già alla fine del secolo scorso, venivano avanzate formule per identificare un punto di ottimo tra debiti di finanziamento e capitale proprio, tale da massimizzare il valore economico del capitale totale investito e minimizzare il costo medio ponderato del capitale. In questo contesto, sino al raggiungimento della struttura finanziaria ottima, il maggior rendimento richiesto dal capitale proprio, è pienamente compensato dal maggior uso di debt (4). Oltre questo limite ottimo, il maggior costo/rischio, incrementerà il costo medio ponderato del capitale, riducendo il valore dell'impresa.

Tradizionalmente, per gli studiosi di economia aziendale, il problema dell'ottimizzazione del grado di leva finanziaria, si riduceva alla massimizzazione della seguente funzione:

$$ROE = [ROI + D/CP \times (ROI - i)]$$

dove ROE = return on equity

ROI = return of investment

D/CP = il rapporto tra capitali di terzi e mezzi propri

i = tasso medio di remunerazione del capitale di terzi (5).

Nel caso si voglia studiare la rilevanza fiscale, e quindi economica, della struttura finanziaria di una società (6), era ritenuto sufficiente integrare nel modo seguente la nota formula:

$$ROE = [ROI + D/CP \times (ROI - i)] \times (1 - t)$$

dove t rappresenta l'aliquota fiscale media.

In effetti una schematizzazione di questo tipo, ai

nostri fini, risulta essere eccessivamente riduttiva, e ciò per un duplice ordine di motivi:

1) È ormai estremamente difficile individuare, nel nostro ordinamento, una aliquota media di imposta; infatti la classica formula $t = 53,2\%$, dovuta alla somma diretta tra IRPEG e ILOR (7), non solo non è più in grado di fornire una approssimazione apprezzabile (8), ma risulta a tutti gli effetti inaccettabile.

Infatti, per questo calcolo si deve tenere presente da una parte l'aliquota IRPEG "base" del 37% e dall'altra gli incentivi previsti dalla così detta DIT (9), che permettono di ottenere una aliquota media fino al 27% o 19% in caso di società quotate in borsa.

In secondo luogo l'imposta locale sui redditi (ILOR), è stata sostituita da dall'imposta regionale sulle attività produttive (IRAP), avente una base imponibile sostanzialmente diversa da quella IRPEG (e ILOR), ed una aliquota variabile a seconda dell'attività esercitata (10).

Inoltre, il fatto che l'IRAP abbia sostituito anche numerose altre imposte e contributi, tra cui i più rilevanti per il nostro studio paiono essere l'imposta sul patrimonio netto delle imprese e i contributi al servizio sanitario nazionale, porta ad ulteriori difficoltà comparatistiche con il passato.

Ad aumentare la complessità intrinseca della materia sono poi una serie di imposte di tipo chiaramente "speciale", quali quelle previste dalla legge che ha introdotto l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze da cessione d'azienda (11), che rendono ancora più incerta la determinazione del carico fiscale riguardo certe categorie di reddito.

2) L'aliquota fiscale non è un parametro indipendente ed esogeno rispetto alla struttura finanziaria di una società, ma anzi, con le recenti modifiche, risulta esserne direttamente dipendente.

In particolare ci riferiamo alla già citata DIT, che concede una tassazione ad aliquota ridotta pari al 19% o al 7% in caso di società quotate in borsa, per quella parte di redditi corrispondente all'au-

(4) In quanto da un lato si riduce il rischio medio, dall'altro vi è un vantaggio che nasce dalla deducibilità degli interessi passivi.

(5) Per la determinazione di interessanti spunti possono essere rinvenuti in Guatri, "La valutazione delle aziende", EGEA 1996, Zanda, "La valutazione delle aziende", Milano, 1991, Fadda.

(6) Nello studio parleremo sempre di società, per una maggiore semplicità e chiarezza espositiva, ma i concetti esposti si potranno tranquillamente applicare, più in generale, all'azienda in generale, avendo l'accortezza di effettuare gli adattamenti del caso.

(7) Rispettivamente 37% e 16,2%.

(8) In effetti già precedentemente l'aliquota del 53,2% forniva solo una prima approssimazione dell'imposizione diretta, principalmente a causa della ben nota dissociazione tra reddito d'esercizio (o di bilancio) e base imponibile fiscalmente riconosciuta.

(9) Acronimo di Dual Income Tax, prevista nel nostro ordinamento dal D.Lgs. 18 dicembre 1997, n. 466.

(10) In effetti questo fattore risulta essere di scarsa rilevanza, visto che le aliquote differenziate sono previste esclusivamente per imprese bancarie, assicuratrici, finanziarie e società cooperative.

(11) L. 8 ottobre 1997, n. 358.

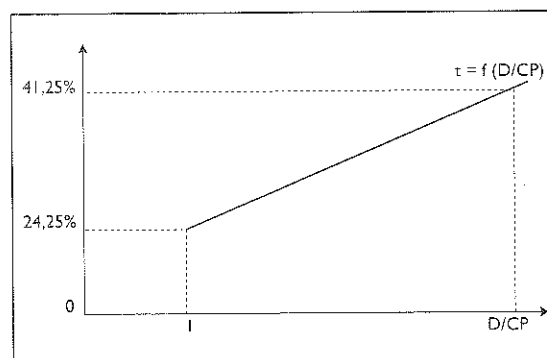
mento dei mezzi propri avvenuto nell'esercizio, moltiplicato per un coefficiente di redditività media del capitale (12); in ogni caso l'aliquota media IRPEG non potrà essere inferiore al 27% o al 20%, per le società quotate.

Da quanto detto sopra si desume chiaramente come siano necessari dei modelli previsionali più complessi per la determinazione della componente fiscale nell'analisi di redditività di un'impresa, sia per quello che riguarda l'aliquota media applicabile, quanto la stessa relazione tra ROE e t .

In via di estrema sintesi si potrebbe schematizzare:

$$ROE = [ROI + D/CP \times (ROI - i)] \times [1 - tf(D/CP)]$$

La funzione $tf(D/CP)$, risulterà assumere la forma seguente



L'andamento della curva è facilmente intuibile, in quanto, minori saranno i mezzi propri, maggiore sarà l'aliquota media IRPEF; l'aliquota media minima sarà ovviamente 24,25, data dal 20%, minimo IRPEG agevolato e 4,25, ovvero l'IRAP; allo stesso modo l'aliquota massima risulterà pari a 41,25 (37% IRPEG pieno + 4,25 IRAP); 1 sarà il punto di indifferenza fiscale dato dal fatto che l'aliquota media IRPEF non può comunque essere inferiore al 20%.

È altresì immediatamente evidente come il caso in esame riguardi una fattispecie molto particolare e semplificata, in cui:

- si tratta di una società non quotata in borsa, non bancaria e non cooperativa;
- la base imponibile IRAP coincide sempre con la base imponibile IRPEG (13);

- si suppone l'invarianza del capitale investito, ovvero ad ogni aumento di CP si suppone una pari diminuzione, in termini assoluti, di D;

- si suppone una situazione "a regime" (o per società neo costituite) per quello che riguarda la DIT, in quanto, in effetti, l'agevolazione agisce sugli incrementi di capitale investito a partire dall'anno fiscale 1997, e non propriamente sul rapporto di indebitamento, evidentemente influenzato dalla situazione al 31 dicembre 1996.

In casi più complessi è evidente come sia necessario effettuare una più attenta e specifica analisi costi benefici, in cui da una parte si dovranno valutare, a parità di rischio finanziario ed operativo, come fattori positivi l'aumento di redditività connesso allo sfruttamento del leveraged, e come negativi il costo opportunità dell'aumento di imposizione per il mancato utilizzo delle agevolazioni DIT.

Seguendo una via alternativa, decisamente interessanti appaiono i contributi di Myers, secondo cui, per misurare il valore creato dalla variazione della struttura finanziaria di una impresa, si sommano, scadenza per scadenza, i flussi finanziari attesi generati dall'impiego e quelli, di natura fiscale, generati dai finanziamenti.

Da notare che mentre per attualizzare la prima categoria di flussi si dovrà utilizzare come tasso il costo opportunità del capitale proprio, per i secondi sarà opportuno utilizzare il costo dei capitali di terzi (o dell'indebitamento) (14).

È opportuno inoltre rilevare come, nel caso in cui sia presentata allo stesso soggetto imprenditore la facoltà di investire in capitale di rischio o di credito, andrà anche valutato il fatto che le fonti di capitale esterne generano oneri finanziari, che sono fiscalmente deducibili per la società, mentre, al contrario, i dividendi sono distribuiti da utili già sottoposti a tassazione, per cui andrà analizzato a fondo, soprattutto per quello che riguarda la piccola-media impresa a conduzione familiare, il noto trade-off tra "famiglia ricca e società povera".

Questo basilare concetto è stato ripreso da Miller nel 1977, dando luogo alla "Teoria delle imposte personali". Con questa formalizzazione, viene evidenziato come l'obiettivo ultimo degli investitori/imprenditori, sia quello di massimizzare il valore economico dell'impresa, non tanto in termini societari, quanto personali.

(12) Ovvero, una volta stabilito il tasso di redditività media del capitale pari al 7%, su 100 milioni di capitale investito, si avrà diritto alla tassazione ad aliquota ridotta su 7 milioni di reddito.

(13) Questa appare senza dubbio la limitazione maggiore, in quanto presupporrebbe, per esempio, l'assenza di spese per lavoro dipendente o collaborazioni esterne.

(14) Si suppone in questo modo che i benefici fiscali siano rischiosi quanto il pagamento di interessi che li generano.

Quindi, considerando le imposte personali, il valore economico d'azienda per gli investitori risulterà compreso nella formula:

$$VL = VU + [1 - (1 - Ts)(1 - Tp)/(1 - Ti)] D$$

dove

- VL = valore dell'impresa leveraged
- VU = valore dell'impresa unleveraged
- Ts = aliquota marginale societaria
- Td = aliquota marginale personale
- Ti = aliquota marginale sui debiti di finanziamento
- D = valore del debito

Nel caso in cui $Td = Ts$, la formula risulta essere estremamente semplificata:

$$VL = VU + TsD$$

Anche questa teoria, se pur estremamente affascinante, si scontra comunque, per poter essere proficuamente adottata in analisi su imprese operanti oggi sul mercato italiano, con due problemi fondamentali: la variabilità di Ts in rapporto al leveraged e le varie modalità di tassazione dei redditi da capitale o partecipazione introdotte recentemente nel nostro paese. L'imprenditore potrebbe infatti ottenere una ottimizzazione fiscale, a prescindere dal grado di leveraged adottato, optando per la distribuzione di dividendi "ordinari", con la relativa attribuzione di crediti d'imposta (15), ovvero per l'attribuzione degli stessi al netto della ritenuta a titolo di imposta del 12,50%.

LEVA FINANZIARIA E ACQUISIZIONI

Lo studio delle modalità di effettuazione di operazione di corporate financing, ed in particolare di acquisizioni, non può prescindere da una attenta analisi di tipo fiscale; addirittura la fortuna di alcune tecniche è esclusivamente dovuta a vantaggi impositivi più o meno diretti.

Il legislatore, con la legge n. 358/1997, ha voluto introdurre nel nostro ordinamento una disciplina

con una doppia e pregnante finalità: da un lato razionalizzare la materia della fiscalità delle operazioni straordinarie, e dall'altra agevolare le operazioni di ristrutturazione aziendale. In particolare, per operazioni di cessione di rami d'azienda, fusioni, scissioni e scambi di quote, è da una parte venuta meno la rilevanza fiscale dei maggiori valori iscritti a bilancio, e dall'altra è stata offerta la possibilità, a particolari condizioni, di sottoporre le plusvalenze realizzate (o anche solo iscritte, se si ritiene opportuno), ad una imposta sostitutiva con aliquota pari al 27% delle stesse.

Con queste premesse, potrebbe a prima vista sembrare che la convenienza fiscale di acquisizione sfruttanti l'effetto leva sia drasticamente diminuita, in quanto, a parità di costi di procedura, tipicamente abbastanza elevati, il vantaggio fiscale ottenuto va a ridursi drasticamente, sia a causa del sostanziale dimezzamento dell'aliquota impositiva (16), sia per le maggiori possibilità di azione in sospensione d'imposta concesse dal legislatore.

Dobbiamo però constatare come, in operazioni di project financing, sia molto frequente il ricorso a tecniche quali il leveraged buy out, per motivazione non direttamente legate alla ricerca di una situazione di ottimizzazione finanziaria. Spesso è infatti lo stesso investitore istituzionale ad avere un interesse diretto o addirittura la necessità, piuttosto che investire in mezzi propri, a partecipare con capitale di credito all'operazione, sia per precise disposizioni normative, quanto in un'ottica di riduzione del rischio di portafoglio.

Altre volte l'acquisizione con capitale di credito è l'unica alternativa possibile per soggetti che non hanno le disponibilità finanziarie per intraprendere autonomamente l'operazione, cosa molto frequente soprattutto in management buy out.

Infine è opportuno ricordare come, nel contesto di operazioni di project e corporate financing, sia sempre più difficile rinvenire una drastica dicotomia tra capitale di rischio e mezzi propri, a causa del ricorso sempre più massiccio a strumenti per loro natura ibridi, quali, per esempio, junior debt (17), mezzanine financing (18), strip financing (19), endowment (20), ecc., così da ren-

(15) Tipicamente, in caso di redditi imponibili inferiori a circa 130-140 milioni.

(16) Si parla di dimezzamento in quanto l'aliquota è nominalmente del 27%, ma, visto che l'imposta può essere dilazionata in cinque esercizi, scontando il valore, si ottiene un valore prossimo al 19%, ovvero circa la metà del 37% ordinario, senza considerare ILOR o IRAP.

(17) O prestiti subordinati, che prevedono il rimborso solo dopo il pagamento dei debiti senior, o ordinari; tipicamente non garantiti.

(18) Per una interessante trattazione del debito mezzanino si veda Forestieri Tasca, "Il mezzanine financing", EGEA, Milano, 1994; Reali, "Il mezzanine financing ed il mercati Italiano", Amministrazione e finanza, Milano, 1990.

(19) Tecnica che prevede, già in fase contrattuale, un financial package unitario ed inscindibile che comprende capitale di rischio, junior debt e debito convertibile.

(20) Letteralmente "dotazione", indica capitale di debito irredimibile o rimborsabile solo a date condizioni.

DIRITTO E PRATICA TRIBUTARIA

dere sostanzialmente privi di valore i classici indici relativi all'indebitamento della società.

A questo riguardo si pensi alla differenza assai labile tra strumenti quali azioni di risparmio o privilegiate, che hanno sempre un privilegio nel rimborso di capitale, e debiti definiti "junior", con clausole di rimborso postergato rispetto ad altri debiti, e magari un'opzione di convertibilità a scadenza.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Da quanto abbiamo introdotto sopra, ritengo sia necessario sottolineare, in sintesi, tre questioni rilevanti:

A) Sarà sempre più necessario un attento studio della struttura finanziaria dell'impresa, da intendersi non come fattore esogeno "subito", ma bensì come strumento (21) o leva, non solo necessaria per l'ottimizzazione delle performances aziendali, ma bensì per la creazione stessa di valore.

B) Il ricorso a strutture finanziarie indebitate è destinato, a parità di rischio operativo e finanziario, a diminuire, se pur non drasticamente, in maniera avvertibile e continuativa nei prossimi anni, a causa del ridursi della convenienza fiscale, e quindi economica, delle stesse. In particolare l'allineamento su nuove posizioni di ottimo sta avvenendo in maniera graduale e non con una brusca rottura, a causa della diminuzione netta dei tassi, che ha effetto opposto sulla propensione marginale all'indebitamento degli operatori economici.

C) L'utilizzo di tecniche facenti ricorso alla leva finanziaria in operazioni di corporate financing è destinato a non essere influenzato dai problemi di cui sopra, in quanto, in questi casi, la scelta dello strumento è maggiormente legata ad aspetti di tipo tecnico, operativo e strategico, piuttosto che ad un dato di tipo meramente reddituale.

(21) Si assume qui il concetto di obiettivo intermedio, Volpato, "La funzione tecnico produttiva", Milano, 1991.