



INDICE

Abstract	pag. 1
1. Premessa	pag. 2
2. Gli elementi utili per l'analisi	pag. 5
3. La metodologia di stima utilizzata per la valutazione della convenienza del leasing	pag. 9
3.1 L'origination dell'operazione di leasing	pag. 9
3.2 La metodologia di valutazione concretamente adottata	pag. 13
4. La metodologia di stima della convenienza del <i>sale and leaseback</i>	pag. 20
5. Le condizioni di convenienza economico-finanzia- ria del <i>leaseback</i> immobiliare	pag. 28
6. Gli elementi trascurati comportano stime distorte?	pag. 35
7. L'operazione di <i>leaseback</i> per l'equilibrio finanzia- rio delle imprese	pag. 39
7.1 Il <i>leaseback</i> per il riequilibrio finanziario delle imprese: un caso rilevante	pag. 40
7.2 L'importanza della previsione dei flussi nella pianificazione degli interventi finanziari	pag. 50
8. La creazione di valore conseguente all'operazio- ne di <i>leaseback</i>	pag. 54
9. Considerazioni finali	pag. 63
Bibliografia	pag. 67

*Massimo Regalli, vincitore ex aequo del Premio Graziano Falcone 2000-2001, è
Dottore di Ricerca in Mercati ed Intermediari Finanziari.*



ABSTRACT

L'operazione di *sale and leaseback* è sempre stata guardata con sospetto dall'amministrazione finanziaria. Nel 1998, a seguito di una sentenza della Corte di Cassazione, si è aperto un ampio dibattito che ha portato al riconoscimento della piena legittimità, anche fiscale, dell'operazione. Il lavoro si propone quindi di identificare le potenzialità e gli spazi di mercato attraverso la verifica della convenienza di questa particolare operazione rispetto ad analoghe soluzioni di finanziamento. La ricerca ha messo in evidenza che esistono ampi margini di convenienza. Questi sono però piuttosto concentrati e riguardano le situazioni in cui il bene non risulta avere ancora subito un forte processo di ammortamento. Negli altri casi l'evidenziarsi di una plusvalenza comporta costi fiscali che pregiudicano la convenienza dell'operazione. Occorre però sottolineare che, per imprese con un tax planning attento, anche tali combinazioni potrebbero risultare convenienti. Questo accadrebbe qualora la società che effettua l'operazione risulti solo momentaneamente in perdita fiscale ed abbia prospettive di utile fiscale negli esercizi seguenti. In tali casi potrebbe infatti risultare molto conveniente realizzare la plusvalenza per "ricaricare" il processo di ammortamento su una base più elevata.

JEL Classification G30; G32;

Keywords: Sale and leaseback; Financing policy, leasing.



1. PREMESSA

La semplicistica individuazione della combinazione di un contratto di finanziamento con un contratto di vendita, al solo scopo di costituire una garanzia reale, ha in passato pesantemente ostacolato il ricorso all'operazione di *sale and leaseback* in ambito nazionale.

Parte della giurisprudenza ha infatti individuato nella perdita della disponibilità del bene, a cui il conduttore si espone in caso di inadempienza (o di mancato esercizio del diritto di riscatto), una violazione del divieto di patto commissorio (art. 2744 C.C.) con conseguente nullità del contratto.

Il deterrente ancora più forte era però dato dal timore di vedersi contestare l'operazione dall'amministrazione fiscale. Il *leaseback* era infatti frequentemente considerato un'operazione equivalente all'accensione di un mutuo garantito dal temporaneo trasferimento del bene¹. Gli uffici tributari ritenevano che, fra le due alternative, la scelta delle imprese ricadesse sul *leaseback* solo in ragione della sua maggiore convenienza fiscale (data, in verità, per scontata) e quindi, sulla base del principio che vuole che la sostanza prevalga sulla forma, l'operazione giudicata elusiva ed inefficace nei confronti dell'Erario.

Negli anni più recenti questo orientamento contrario al *leaseback* comincia però a vacillare, fino a giungere a conclusioni significativamente diverse. Importanti, in tal senso, alcune sentenze della giurisprudenza che si oppongono alla tesi prevalente del Servizio Centrale degli Ispettori Tributarî (Secit)².

Decisiva nella disputa sulla legittimità dell'operazione risulta la pronuncia della Corte di Cassazione del 7 maggio 1998 n.4612. Nella stessa viene infatti rigettata l'impostazione del Secit e viene invece affermata la piena legittimità del *leaseback*, considerando che *"lo schema socialmente tipico del cosiddetto leaseback presenta autonomia strutturale e*

¹ Si veda l'orientamento del Secit espresso con la delibera del 22.11.88.

² Tra queste si segnala in particolare la sentenza della Commissione Tributaria di II° di Roma - Sezione I del 17.1.96, n.1034, nella quale si afferma che sono legittimamente detraibili le quote di ammortamento a fronte di un *leaseback*.



funzionale, quale contratto di impresa, e caratteri peculiari di natura oggettiva e soggettiva che non consentono di ritenere che esso integri, per sua natura e nel fisiologico operare, un'operazione di credito e finanziamento, fattispecie che, in quanto realizzerebbe un'alienazione a scopo di garanzia, si risolverebbe in un negozio atipico, nullo per illiceità della causa".

L'importanza di questo nuovo e autorevole orientamento giurisprudenziale si coglie dal "cambiamento di rotta" effettuato dal Secit³ e da alcune Direzioni Regionali⁴ che, successivamente alla sentenza, hanno invitato i propri uffici territoriali a desistere dalla prosecuzione del contenzioso avente ad oggetto l'operazione di *leaseback*

Quali sono le conseguenze di questo "nuovo corso" dell'amministrazione finanziaria? E' prevedibile lo sviluppo anche in Italia di un'operazione che nell'esperienza estera appare di significativa rilevanza⁵?

La condizione necessaria, anche se non sufficiente, per facilitare il ricorso delle imprese all'operazione di *leaseback* è rappresentata dall'esistenza di requisiti di convenienza economica-finanziaria.

La ricerca parte quindi dall'inquadramento generale dell'operazione per poi descrivere i principi che governano la valutazione della convenienza economica delle soluzioni di finanziamento. Si continua con lo sviluppo della metodologia di analisi più opportuna per la valutazione spe-

³ In tal senso la delibera del Secit datata 7 giugno 1999 in cui modifica il suo precedente orientamento ed invita i locali uffici delle imposte ad abbandonare ogni controversia promossa dinanzi alle Commissioni Tributarie aventi ad oggetto la deducibilità delle quote di ammortamento del bene, la detraibilità dell'IVA sul prezzo di acquisto del bene oggetto dell'operazione, l'assoggettabilità ad IVA dell'operazione.

⁴ Si veda la circolare della Direzione Regionale delle Imposte del Piemonte datata 21 settembre 1998 n. 98116023 e la Circolare della Direzione Regionale delle Entrate della Lombardia n. 20 del 24 maggio 2000.

⁵ Sulle ragioni che hanno permesso lo sviluppo di tale soluzione finanziaria si cita Ruozi R., Mottura P., Carretta A. (1977): "Tale sistema ha avuto un certo successo negli Stati Uniti d'America dopo la seconda guerra mondiale, in concomitanza con alcune circostanze principali. La prima di esse riguarda le aziende di assicurazione, che proprio in quel periodo sono state autorizzate ad investire parte delle riserve tecniche in beni immobili destinati ad usi diversi e che quindi si sono indirizzate verso di questi in modo sempre più massiccio. La seconda circostanza riguarda lo sviluppo che tali investimenti hanno avuto, per ragioni fiscali, presso fondazioni ed altri enti non soggetti a tassazione, nell'interesse specifico di tali istituti e in quello corrispettivo delle aziende venditrici-locatarie. . . La terza circostanza riguarda il rilevante fabbisogno finanziario delle aziende statunitensi nell'immediato dopoguerra, che non ha trovato agevole soddisfacimento nelle tradizionali forme di finanziamento negoziate in un mercato del credito oberato di richieste di ogni tipo".



cifica del contratto di *sale and leaseback*. L'analisi si conclude quindi con una verifica delle condizioni di convenienza e degli spazi di mercato disponibili allo sviluppo dell'operazione di *leaseback* avente ad oggetto beni immobili, quelli per i quali tradizionalmente l'operazione di leasing risulta maggiormente conveniente⁶.

⁶ Caselli S. (1998)



2. GLI ELEMENTI UTILI PER L'ANALISI

Con il termine *leaseback* si è soliti identificare un'operazione di leasing finanziario⁷ con cui un'impresa vende un bene ad una società di leasing la quale ne paga il corrispettivo diventandone proprietaria e, contestualmente, lo concede in leasing alla prima contro il pagamento di canoni periodici e con il diritto di riscattarlo al termine del contratto ad un prezzo predeterminato⁸. Si tratta quindi di un "tipico caso di leasing finanziario, il cui scopo è di provvedere all'azienda venditrice-locataria un determinato finanziamento"⁹. L'operazione comporta più fasi:

- 1° fase la società di leasing acquista un determinato bene da un'impresa industriale o commerciale pagando il corrispettivo convenuto;
- 2° fase l'impresa continua ad utilizzare il bene, di cui non è più proprietaria, per lo svolgimento della propria attività. A tal fine stipula un contratto di leasing in cui l'impresa si impegna a corrispondere un canone per la disponibilità del bene;
- 3° fase al termine del periodo convenuto, l'impresa riscatta il bene e questo torna di sua proprietà.

L'esplicitazione delle fasi che compongono l'operazione mette in luce come l'operazione finanziaria alla base del contratto sia il *leasing*. A questa si affianca poi un duplice contratto di compravendita che rende problematica e particolare la valutazione dell'operazione.

Le motivazioni che spingono le imprese alla stipula di un contratto di *leaseback* sono quindi solo parzialmente riconducibili a quelle che caratterizzano il *leasing*. Tra queste, la più tipica ed immediata delle motivazioni che caratterizzano il *leaseback* è quella di rispondere a specifiche

⁷ Per un approfondimento sulle differenze tra leasing operativo e finanziario si rimanda a Ruozzi R., Mottura P., Carretta A. (1977)

⁸ La nostra definizione, pur leggermente diversa e meno precisa, riprende quella autorevole fornita dalla Cassazione (sez.III, 16 ottobre 1995, n. 10805) che così si esprime: "Con il contratto di sale and *leaseback* un'impresa (o un lavoratore autonomo) vende un proprio bene (immobile o mobile), di natura strumentale per l'esercizio dell'impresa o dell'attività, ad un'impresa di leasing, la quale lo concede contestualmente in leasing all'alienante, che corrisponde per l'utilizzazione del bene un canone ed ha la facoltà, alla scadenza del leasing, di riacquistare la proprietà esercitando un diritto d'opzione, per un determinato prezzo"

⁹ Ruozzi R., Mottura P., Carretta A. (1977)



esigenze di finanziamento dell'impresa: lo smobilizzo del bene, in occasione della cessione del bene alla società di *leasing*, consente infatti di far affluire risorse liquide all'impresa. Caratteristico è però il fatto che mentre nel *leasing* il finanziamento è diretto necessariamente all'ottenimento del bene, nel caso del *leaseback* la società che smobilizza il bene ottiene risorse liquide che può impiegare secondo le sue esigenze e nei modi che ritiene più opportuni, eventualmente procedendo ad ulteriori investimenti o riducendo l'indebitamento bancario.

Le altre ragioni che possono giustificare il ricorso, da parte di un'impresa, a questa insolita forma di finanziamento si possono identificare nel:

- a) raccogliere disponibilità liquide senza accrescere, o addirittura riducendo, l'indebitamento esposto in bilancio: si è soliti affermare che il leasing "nasconde" il reale indebitamento di un'impresa poiché la soluzione contabile adottata nel nostro Paese non evidenzia direttamente in bilancio il debito nei confronti delle società di leasing. Nel caso del *leaseback* questo aspetto risulta, se possibile, accentuato. A fronte di un certo indebitamento bancario risulta infatti possibile stipulare un contratto di *leaseback* relativamente ad un bene di proprietà e, con il denaro frutto della cessione, ridurre l'indebitamento a bilancio. Non solo quindi non si evidenzia il reale indebitamento di un'impresa, ma addirittura lo si riesce a ridurre formalmente;
- b) attivare nuove soluzioni di finanziamento: ci si riferisce alla possibilità di attivare forme di debito a medio - lungo termine che abbiano un piano di rimborso maggiormente coerente con i flussi finanziari in entrata prodotti da piani di investimento a rientro rallentato. A tal proposito è bene precisare che quando si parla di "nuove" soluzioni di finanziamento si pensa a soluzioni alternative, e non in aggiunta, agli strumenti tradizionali. La possibilità di scegliere, all'interno di un ventaglio di possibilità, la soluzione maggiormente coerente la propria dinamica dei flussi in entrata ed in uscita costituisce un indubbio vantaggio per le imprese che in questo modo possono progredire nell'ottimizzazione della struttura finanziaria;
- c) soddisfare necessità organizzative e di flessibilità: si tratta di un canale di finanziamento, peraltro attivabile in tempi relativamente brevi, che offre "la possibilità di convertire in liquidità investimenti in capitale fisso



che rappresentano immobilizzazioni di capitale eccessive ed onerose¹⁰. Un mutamento nella politica degli investimenti di impresa, conseguenza di nuove strategie aziendali, di nuovi posizionamenti sul mercato o dell'avvio di nuovi business, può essere utilmente perseguito attraverso il *leaseback* inteso come operazione che consente di rivedere le scelte di struttura compiute in passato;

- d) sfruttare alcuni vantaggi fiscali: si tratta della possibilità di avvantaggiarsi di tutti i benefici fiscali che caratterizzano il leasing e derivanti dalla possibilità di portare a costo il valore di un bene nel modo più veloce possibile. Nel caso specifico il vantaggio dovrebbe risultare ancora maggiore avendo la possibilità di effettuare il leasing su un bene completamente ammortizzato che attraverso un processo "di ricarica" diviene nuovamente deducibile. Come si avrà modo di vedere, tale presunto vantaggio risulta per buona parte compromesso dall'evidenziarsi, al momento della cessione del bene alla società di leasing, di un plusvalenza tassabile.

Lo strumento proposto risulta quindi un'ottima soluzione per gestire in maniera flessibile il patrimonio immobiliare di un'impresa¹¹. La flessibilità dell'operazione è accentuata dalla possibilità, data alle parti, di strutturare liberamente l'operazione. A differenti profili contrattuali, oltreché una diversa rispondenza dell'operazione alle esigenze espresse dalle imprese, corrisponde però anche un costo diverso.

La misurazione dell'efficienza, condizionata dalla configurazione concretamente assunta dall'operazione, richiede quindi di una specifica valutazione della convenienza economica-finanziaria del *leaseback*. Questa si rende ancor più necessaria una volta tenuto conto che l'operazione di *leaseback* non risulta sempre economicamente conveniente, ma solo determinate configurazioni contribuiscono alla minimizzazione del costo del capitale per l'impresa.

Lo scopo diviene quindi quello di mettere a fuoco una idonea metodologia di valutazione dell'operazione e, attraverso questa, compiere

¹⁰ Tirri V. (2000)

¹¹ Si deve però tenere conto che, soprattutto in Italia, lo smobilizzo di beni immobili comporta il superamento di ostacoli di tipo economico e di tipo culturale. Il mercato del credito privilegia infatti le imprese sulla base di una logica patrimoniale, più che reddituale, dove le consistenze immobiliari sono la prima espressione della solidità e solvibilità aziendale



alcune simulazioni utili ad identificare i reali spazi di intervento a disposizione degli operatori.

Poiché il *leaseback* rappresenta una specificazione del contratto di *leasing*, l'analisi di convenienza deve prendere le mosse dalle metodologie sviluppate per la valutazione di tale contratto. E' pertanto dalla descrizione delle stesse che occorre partire; in un secondo tempo verranno poi fatte le opportune estensioni al caso del *leaseback*. Naturalmente chi già conosce le metodologie di valutazione del *leasing*, ed i presupposti sui quali queste si basano, può tralasciare il paragrafo successivo.



3. LA METODOLOGIA DI VALUTAZIONE DELL'OPERAZIONE

Per l'individuazione della corretta metodologia di valutazione del leasing (e poi di conseguenza del *leaseback*) occorre rifarsi alle condizioni di analisi economico-finanziaria dei finanziamenti in generale, di seguito passate in rassegna e discusse.

3.1 L'originazione dell'operazione di leasing

La metodologia adottata deve basarsi su di un criterio condivisibile che consenta "un attendibile apprezzamento delle conseguenze del progetto, in termini di risorse assorbite e liberate"¹². Questo è possibile, ed il criterio può dirsi "valido ed attendibile", quando l'analisi tenga conto di tre componenti:

1. la dimensione monetaria dei flussi monetari;
2. la distribuzione temporale dei flussi;
3. il valore finanziario del tempo¹³.

Il soddisfacimento di tutte le condizioni dichiarate ha portato la finanza ad individuare nel Net Present Value (NPV), chiamato anche Valore Attuale Netto (VAN), il principale strumento di scelta fra due alternative confrontabili.

Il VAN di un'operazione non è altro che "il valore attuale, calcolato ad un determinato tasso k , delle entrate e delle uscite monetarie presentate dalla stessa"¹⁴ ed è solitamente rappresentato dalla formula:

Il VAN sintetizza quindi, in un unico dato, "l'incremento di ricchezza che il soggetto che realizza l'operazione può attendersi di conseguire"¹⁵.

¹² Dallocchio M. (1995)

¹³ Dallocchio M. (1995), Brealey R.A., Myers S.C. e Sandri S. (1999), Pivato G. (1983)

¹⁴ De Laurentis G. (1991)

¹⁵ Secondo la definizione di Dallocchio M. (1997).



Stabilito il tasso di attualizzazione, che la dottrina più accreditata pone pari al tasso di interesse *post imposte* ovvero al costo del capitale del debito al netto delle imposte¹⁶, il VAN del progetto non è altro che la sommatoria dei flussi di cassa, in entrata ed in uscita, generati da quel progetto. Fra due alternative occorre quindi scegliere quella che presenta il VAN maggiore.

Chiariti questi profili generali diviene necessario:

- a) precisare che la nostra analisi, pur basandosi sui medesimi presupposti, utilizza un altro parametro per la formulazione del giudizio;
- b) indicare quelli che sono i requisiti da soddisfare e la configurazione che concretamente devono assumere i flussi di cassa generati.

Con riferimento al primo punto (**punto a**) si precisa che in luogo della differenza in valore assoluto fra i flussi di cassa in entrata ed uscita si preferisce la ricerca di quel tasso che rende uguali fra loro l'ammontare dei flussi in entrata e l'ammontare dei flussi in uscita. Il riferimento teorico è quindi il TIR, Tasso Interno di Rendimento (IRR - Internal Rate of Return nella versione anglosassone), che non è altro che il tasso di sconto per il quale la funzione del VAN assume valore nullo.

L'adozione del TIR, il luogo del VAN, nasce dalla considerazione che si tratta di due facce della medesima medaglia e portano, se trattati opportunamente, ai medesimi risultati¹⁷. La formula del VAN è infatti la stessa del TIR; ciò che cambia è l'elemento da ricercare: la differenza assoluta tra i flussi in entrata ed in uscita nel VAN, il tasso di attualizzazione nel TIR.

Individuato nel TIR il parametro utilizzato per la formulazione di un giudizio sull'operazione, diviene necessario passare al **punto b**) e compiere alcune precisazioni sull'elemento cardine dell'analisi: i flussi di cassa. In termini generali è infatti bene ricordare che i flussi da considerare devono essere:

- monetari: non contano i costi o i ricavi, ma le entrate e le uscite;
- differenziali: si tratta di considerare solo quei flussi che "derivano dalla

¹⁶ Tra gli altri si veda Ross SA, Westerfield R.W. e Jaffe J.F. (1997).

¹⁷ La preferenza tradizionalmente accordata al VAN nasce da alcuni limiti del TIR che non si crede sussistano nel caso in esame. Questo coerentemente con l'analisi compiuta da De Laurentis (1991) che, facendo specifico riferimento al confronto leasing-borrowing, giunge a sostenere la sostanziale uguaglianza delle due soluzioni.



comparazione della realtà senza l'investimento, con la realtà *in presenza* dell'investimento¹⁸;

- al netto delle conseguenze fiscali¹⁹.

E' quindi dalla considerazione congiunta di tutti i flussi generati dalle soluzioni di finanziamento poste a confronto che è possibile individuare l'alternativa preferibile. Si deve però osservare che la struttura dei flussi di cassa delle due ipotesi alternative non consente di applicare meccanicamente le tecniche di analisi descritte riferite al criterio dell'IRR e del NPV²⁰. La ragione discende dalla rispondenza delle due alternative contrattuali alla natura di finanziamento. In entrambi i casi la dinamica di acquisto e di finanziamento è infatti sovrapposta a quella di raccolta delle risorse con la conseguenza che:

- a) nel caso del leasing: a fronte del pagamento dei canoni e del prezzo di riscatto non si contrappone un flusso stabilito contrattualmente di segno opposto legato all'anticipazione di un determinato importo;
- b) nel caso del mutuo: l'evidenza dell'importo finanziato sparisce ove si consideri che a fronte dell'entrata monetaria rappresentata dalla concessione del prestito si assiste ad una corrispondente uscita monetaria dovuta all'acquisto del bene.

In entrambi i casi si tratta quindi di mettere in luce l'ammontare del prestito concesso all'utilizzatore. Questo significa valutare sia i flussi prodotti dall'operazione di leasing, al netto di quelli prodotti dall'acquisto diretto del bene, sia i flussi riferiti al contratto di mutuo (Tabella 1)²¹.

Così facendo l'operazione di leasing assume un profilo finanziario valutabile ricorrendo alle note metodologie dell'IRR e del NPV indispensabili per esprimere un giudizio sulla convenienza dell'operazione.

Con riferimento al confronto *lease to borrow* è chiaro che l'unica alternativa pienamente confrontabile con un contratto di leasing è rappresentata da un mutuo avente una coincidente distribuzione dei flussi di cassa²². Questo assicura infatti la sostanziale neutralità delle due solu-

¹⁸ Dallochio M. (1995)

¹⁹ Per approfondimenti sul tema si rimanda ai manuali di finanza di Dallochio M. (1995) e Brealy RA, Stewart C.M. e Sandri S. (1999)

²⁰ Caselli S. (1998)

²¹ Caselli S. (1998)

²² De Laurentis G. (1991)



Tabella 1 - I flussi finanziari del leasing, al netto dell'acquisto, e del mutuo alternativo

Leasing	Acquisto con mutuo
+ costo del bene - canoni - prezzo di riscatto	
FLUSSI CONTRATTUALI DEL LEASING	
+ risparmi imposte dirette su canoni e prezzo di riscatto	
- risparmi imposte dirette sul costo del bene	
	+ finanziamento - rate di rimborso del finanziamento
FLUSSI CONTRATTUALI DEL MUTUO	
	+ risparmi di imposte dirette su inte- ressi passivi
FLUSSI NETTI LEASING - ACQUISTO	

zioni di finanziamento rispetto alla struttura finanziaria aziendale e al complessivo equilibrio economico e finanziario dell'impresa.

Limitare l'analisi a questi casi restringerebbe però in maniera eccessiva il possibile utilizzo delle metodologie descritte. A livello operativo viene quindi ritenuta accettabile l'applicazione dei metodi di indagine proposti a tutti i casi in cui le due soluzioni confrontate non presentino profili finanziari talmente diversi da generare modificazioni sostanziali negli equilibri finanziari dell'impresa.



3.2 La metodologia di valutazione concretamente adottata

Per la descrizione della metodologia di analisi concretamente adottata si farà ricorso ad un esempio numerico, avente ad oggetto un contratto di leasing immobiliare, attraverso il quale verranno esplicitate le condizioni sottostanti all'analisi. Il primo passo è quindi quello di illustrare nel dettaglio la metodologia utilizzata con riferimento ad un contratto di leasing per poi adattarla a quelle che sono le esigenze e le peculiarità del *leaseback*.

La definizione dei flussi di cassa da considerare discende dalle condizioni contrattuali. In particolare gli elementi a cui fare riferimento sono:

- a) la durata del contratto: si tratta di uno degli elementi determinanti per l'analisi. Occorre infatti considerare che il vantaggio del leasing risiede nella possibilità di "portare a costo" il valore del bene in modo relativamente rapido: la durata minima del contratto del leasing è infatti pari alla metà del periodo di ammortamento per i beni mobili e pari a soli otto anni per il leasing immobiliare²³;
- b) i canoni ed il prezzo di riscatto: i canoni sono la diretta conseguenza della durata del contratto, del tasso applicato e della percentuale di riscatto. Quest'ultima in particolare dovrebbe presentare una relazione inversa con la convenienza del contratto di leasing. Si deve infatti considerare che maggiore risulta essere la percentuale di riscatto e minore risulta essere il valore del bene da portare a costo;
- c) il beneficio d'imposta relativo ai canoni di interesse ed al prezzo di riscatto: la deducibilità dei canoni dal reddito complessivo dell'utilizzatore consente di godere di un risparmio di imposte che riduce il costo nominale dell'operazione. Il medesimo beneficio è conseguibile anche grazie alla deduzione del prezzo di riscatto. Con riguardo a quest'ultimo aspetto è di rilievo sottolineare che la deduzione dello stesso segue le ordinarie regole di ammortamento. Così, quando l'importo

²³ La deducibilità dei canoni è garantita dall'art. 67, comma 8, del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 che recita: "... la deduzione dei canoni da parte dell'impresa utilizzatrice è ammessa a condizione che la durata del contratto non sia inferiore a otto anni se questo ha per oggetto beni immobili, e alla metà del periodo di ammortamento corrispondente al coefficiente stabilito a norma del comma 2, in relazione all'attività esercitata dall'impresa stessa, se il contratto ha per oggetto beni mobili. ..."



risulta superiore al milione di lire, il periodo di ammortamento è funzione del coefficiente di ammortamento previsto per la categoria merceologica di appartenenza del bene ed il beneficio fiscale relativo è conseguibile solo avanti nel tempo;

- d) il costo opportunità, sotto forma di mancato beneficio d'imposta sull'ammortamento, dovuto alla rinuncia all'acquisto del bene: la stipula del contratto di leasing comporta infatti la rinuncia all'acquisto del bene ed alla conseguente deduzione dell'ammortamento relativo. La più diretta conseguenza è quindi il mancato sfruttamento del beneficio fiscale.

E' quindi dalla combinazione di tutti questi elementi che scaturiscono i flussi di cassa utili alla determinazione del tasso interno di rendimento (TIR), costo dell'operazione di leasing e nostro parametro di scelta.

Per la corretta individuazione di tali elementi si parte quindi con il considerare un contratto di leasing immobiliare per un bene del valore di 1000. L'importo è puramente simbolico, ma questo non condiziona la ricerca del costo dell'operazione che, espresso in termini percentuali, rimane lo stesso sia che si parli di migliaia, di milioni o di miliardi. Il tasso leasing applicabile è del 6%, la percentuale di riscatto è del 10% e la durata del contratto pari al minimo previsto, 8 anni. Si considera inoltre che il locatario sia una società soggetta ad un'imposta sul reddito del 37% e per la quale sia previsto un coefficiente di ammortamento del bene pari al 3%. Il canone da versare mensilmente è ipotizzato pari a 12,24 lire con un prezzo di riscatto del bene dopo 8 anni di 100 lire (10%).

Si può così osservare dalla Tabella 2 che:

- *al tempo 0*: si registra un flusso positivo in entrata pari al valore del bene e quindi pari a 1.000;
- *a partire dal primo mese e per tutti i mesi successivi*: i flussi sono prevalentemente in uscita. Il principale è rappresentato dal canone corrisposto alla società di leasing. Questo, come la rata di un qualsiasi mutuo, può essere scomposto in una componente interesse ed in una componente capitale. La componente capitale serve, proprio come in un mutuo tradizionale, al rimborso del capitale prestato dal finanziatore, mentre la componente interesse rappresenta la remunerazione per la disponibilità del capitale non ancora rimborsato. A differenza di un



finanziamento tradizionale entrambe queste componenti generano però un positivo effetto fiscale, identificabile genericamente come credito d'imposta, risultando entrambe deducibili dal reddito.

Così, prendendo a riferimento il primo mese (tempo 1), si ha che:

- Il canone corrisposto (flusso in uscita) è uguale a 12,24. Questo risulta scomponibile in due componenti: la quota capitale e la quota interesse;
- la quota interesse è maturata sul capitale dato a prestito (valore del bene concesso in utilizzo) per il tempo intercorso. In generale, si ha quindi che:

$$\text{quota interesse al tempo } (t) = \text{capitale al tempo } (t-1) \times (1+i)^{t-(t-1)} - \text{capitale al tempo } (t-1)$$

che con riferimento al tempo 1 porta a:

$$4,87 = 1000 \times (1+0,06)^{(1/12)} - 1000$$

- la quota capitale si ottiene invece per differenza tra il canone pagato e la quota interesse contenuta nello stesso. Nel caso trattato si ha quindi:

$$12,24 - 4,87 = 7,38$$

- risultando il canone interamente deducibile dal reddito questa componente genera un risparmio d'imposta pari a:

$$\text{credito d'imposta} = \text{canone versato} \times \text{aliquota d'imposta}$$

che nel caso in esame si considera frutto delle due componenti del canone (interesse e capitale) e quindi, come riportato in Tabella 2, uguale a:

$$\text{credito d'imposta sugli interessi} = \text{quota interessi} \times \text{aliquota d'imposta}$$

+

$$\text{credito d'imposta sul capitale} = \text{quota capitale} \times \text{aliquota d'imposta}$$

dove con riferimento al caso in esame si ha:

$$4,53 = 1,80 + 2,73 = 4,87 \times 37\% + 7,38 \times 37\%$$

- la stipula di un contratto di leasing, e lo sfruttamento dei benefici anche



fiscali collegati, è però la conseguenza di un processo decisionale che contrappone questa soluzione ad un'altra, basata sull'acquisto del bene mediante il ricorso ad un finanziamento bancario. L'adozione del leasing comporta quindi la rinuncia ai flussi di cassa derivanti dalla deducibilità degli ammortamenti. Per gli immobili il coefficiente di ammortamento è generalmente pari al 3%, il recupero fiscale del bene è quindi di circa 33 anni. Per ogni anno risulterebbe quindi deducibile dal reddito una quota del costo sostenuto pari a:

$$1000 / 33 = 30,303$$

con un potenziale beneficio fiscale annuo, a cui però si rinuncia sottoscrivendo il contratto di leasing, pari a:

$$1000 / 33 * 37\% = 11,21$$

che per ogni mese significa un credito d'imposta pari a:

$$11,21 / 12 = 0,93.$$

Oltre alla mancata considerazione dell'ammortamento anticipato, i più esperti di materie finanziarie e/o fiscali potrebbero muovere altre critiche all'analisi descritta. Si potrebbe infatti osservare che talune variabili sono state trascurate (ad esempio l'IVA) ed altre trattate in maniera piuttosto semplificata (es. la liquidazione delle imposte mese per mese e non in due appuntamenti annuali, maggio e novembre, come solitamente accade). Tutti gli elementi trascurati sono stati oggetto di considerazione. Ad alcuni di essi verrà anche dedicato un apposito paragrafo nel proseguo. Occorre però fin da ora anticipare e chiarire che un maggior grado di dettaglio rende l'analisi molto più complessa senza portare a significativi miglioramenti in termini di risultati e soprattutto senza modificare quelle che possono essere le conclusioni di una ricerca che ha come scopo la verifica degli spazi di mercato a disposizione del *leaseback* e la valutazione del costo di questa soluzione di finanziamento rispetto alle altre.

Fatte queste precisazioni, si deve osservare che attraverso la considerazione congiunta di tutti i flussi di cassa fino ad ora identificati è possibile individuare il tasso che eguaglia i flussi periodali in entrata ed in uscita, noto come TIR, che per noi rappresenta il costo effettivo dell'operazione²⁴.



Individuato così il costo effettivo dell'operazione, pari al 2,1%, si tratta di stabilire quando questa soluzione sia da preferire ad altre sotto il profilo della convenienza economica. Per far questo si tratta di individuare un adeguato parametro di raffronto. Questo può essere il costo di un alternativo finanziamento bancario. A tale scopo la soluzione più nota per procedere alla stima è quella di depurare il costo lordo del finanziamento del beneficio derivante dal carico fiscale. Si ha così che:

$$\text{Tasso netto del mutuo} = \text{Tasso lordo del mutuo} \times (1 - \text{aliquota d'imposta})$$

Noto il tasso netto del leasing, si può naturalmente procedere inversamente alla ricerca del tasso lordo massimo che deve offrire la soluzione alternativa. Questo lo si trova facendo:

$$\text{Tasso lordo} = \text{Tasso netto del mutuo} / (1 - \text{aliquota d'imposta})$$

Nel caso in esame il tasso netto di un finanziamento bancario avente lo stesso tasso lordo del leasing, il 6%, è pari al 3,8%. Il tasso massimo che deve essere offerto dagli istituti di credito perché la loro proposta finanziaria abbia lo stesso costo, dopo le imposte, dell'operazione di leasing prospettata (stimato pari al 2,1%) è pari al 3,4%.

Si può quindi concludere che l'operazione di leasing risulta decisamente più conveniente rispetto al ricorso ad un finanziamento bancario finalizzato all'acquisto del bene.

²⁴ Può essere opportuna una precisazione di carattere "tecnico". La ricerca del tasso interno di rendimento di una serie di flussi di cassa può essere agevolmente affrontata con il ricorso a programmi software come Microsoft Excel. In questo programma è infatti prevista la formula "TIR.COST(*area dati*)", presente fra le "Funzioni" della voce "Inserisci" nella barra degli strumenti, utile alla ricerca del Tasso Interno di Rendimento di una serie di flussi di cassa.



Tabella 2 - Esempio di stima del costo effettivo del leasing

Anno	Mese	(1) Flussi contrattuali	(2) Capitale da ammortizzare	(3) Componente interessi	(4) Componente capitale	(5) Credito d'imposta relativo alla componente interessi	(6) Credito d'imposta relativo alla quota capitale del leasing	(7) Credito d'imposta relativo al riscatto	(8) Credito d'imposta relativo all'acquisto	Flussi netti da imposte (1)-(5) - (6)-(7)-(8)
1	0	1000,00	1000,00							1000,00
	1	-12,24	992,62	4,87	7,38	1,80	2,73		-0,93	-8,65
	2	-12,24	985,21	4,83	7,41	1,79	2,74		-0,93	-8,65
	3	-12,24	977,76	4,80	7,45	1,77	2,76		-0,93	-8,65
	4	-12,24	970,28	4,76	7,49	1,76	2,77		-0,93	-8,65
	5	-12,24	962,75	4,72	7,52	1,75	2,78		-0,93	-8,65
	6	-12,24	955,20	4,69	7,56	1,73	2,80		-0,93	-8,65
... uguale dal periodo 6 al periodo 13 ...										
2	12	-12,24	909,07	4,46	7,78	1,65	2,88		-0,93	-8,65
	13	-12,24	901,25	4,42	7,82	1,64	2,89		-0,93	-8,65
	14	-12,24	893,39	4,39	7,86	1,62	2,91		-0,93	-8,65
	15	-12,24	885,49	4,35	7,90	1,61	2,92		-0,93	-8,65
	16	-12,24	877,56	4,31	7,93	1,59	2,94		-0,93	-8,65
... uguale dal periodo 16 al periodo 37 ...										
4	35	-12,24	719,25	3,54	8,70	1,31	3,22		-0,93	-8,65
	36	-12,24	710,51	3,50	8,74	1,30	3,24		-0,93	-8,65
	37	-12,24	701,72	3,46	8,79	1,28	3,25		-0,93	-8,65
	38	-12,24	692,89	3,42	8,83	1,26	3,27		-0,93	-8,65
	39	-12,24	684,02	3,37	8,87	1,25	3,28		-0,93	-8,65
	40	-12,24	675,11	3,33	8,92	1,23	3,30		-0,93	-8,65



Anno	Mese	(1) Flussi contrattuali	(2) Capitale da ammortizzare	(3) Componente interessi	(4) Componente capitale	(5) Credito d'imposta relativo alla componente interessi	(6) Credito d'imposta relativo alla quota capitale del leasing	(7) Credito d'imposta relativo al riscatto	(8) Credito d'imposta relativo all'acquisto	Flussi netti da imposta: (1)+(5)-(6)-(7)-(8)
... uguale dal periodo 40 in avanti fino al periodo 96 ...										
9	89	-12,24	180,72	0,93	11,31	0,35	4,18		-0,93	-8,65
	90	-12,24	169,36	0,88	11,36	0,33	4,20		-0,93	-8,65
	91	-12,24	157,94	0,82	11,42	0,31	4,23		-0,93	-8,65
	92	-12,24	146,46	0,77	11,48	0,28	4,25		-0,93	-8,65
	93	-12,24	134,93	0,71	11,53	0,26	4,27		-0,93	-8,65
	94	-12,24	123,34	0,66	11,59	0,24	4,29		-0,93	-8,65
	95	-12,24	111,70	0,60	11,64	0,22	4,31		-0,93	-8,65
	96	-112,24	0,00	0,54	111,70	0,20	4,33	37	-0,93	-71,65
	97								-0,93	-0,93
	98								-0,93	-0,93
99								-0,93	-0,93	
... uguale dal periodo 99 fino al termine ...										
	395								-0,93	-0,93
	396								-0,93	-0,93



4. LA METODOLOGIA DI STIMA DELLA CONVENIENZA DEL *SALE AND LEASEBACK*

I passi procedurali per la stima della convenienza economico-finanziaria del *leaseback* sono sostanzialmente simili a quelli appena presentati con riguardo al *leasing*. Ciò che cambia è "l'alternativa" al leasing. Nel caso del contratto di leasing tradizionale l'alternativa è infatti tra acquistare un bene, sottoscrivendo un mutuo, e stipulare un contratto di leasing per ottenere l'uso del medesimo bene. Nel caso del *leaseback* l'alternativa è invece tra continuare a detenere il bene a titolo di proprietà, terminando il processo di ammortamento se questo non si è già concluso, o cederlo alla società di leasing e continuare a utilizzarlo grazie alla contestuale stipula di un contratto di leasing.

La differenza metodologica fra la ricerca del costo effettivo del leasing e quello del *leaseback* deriva quindi principalmente dal fatto che, mentre nel leasing si considera sempre la rinuncia all'intero processo di ammortamento di un bene nuovo, nel caso del *leaseback* la rinuncia riguarda un processo di ammortamento che può anche essere già iniziato o addirittura già terminato.

La ricerca della convenienza economico-finanziaria del *leaseback* deve quindi tenere conto del fatto che il bene oggetto del contratto di leasing è un bene già di proprietà dell'utilizzatore, che può quindi avere subito un certo processo di ammortamento e consentito lo sfruttamento di un certo beneficio fiscale.

Anche nel caso del *leaseback* i flussi da cui partire sono quindi sempre quelli derivanti dal pagamento dei canoni di leasing. Questi devono però essere rettificati per tenere conto dei riflessi indotti dalla variabile fiscale sia diretta, il beneficio derivante dalla deducibilità dei canoni, che indiretta, la rinuncia alla prosecuzione nel piano di ammortamento del bene. Si tratta, in termini pratici, di rettificare i flussi di cassa generati dal leasing per tenere conto del fatto che la stipula di un *leaseback* comporta la rinuncia a terminare il processo di ammortamento e quindi a sfruttare il relativo beneficio fiscale.



Quello appena indicato rappresenta però solo uno degli aspetti che caratterizzano il *leaseback* rispetto al leasing. Si tratta peraltro di un aspetto che può divenire piuttosto marginale ove si consideri che i flussi sarebbero perfettamente identici, fra leasing e *leaseback*, qualora il *leaseback* interessi un bene nuovo con un processo di ammortamento ancora da iniziare. L'elemento che più condiziona l'operazione di *leaseback* è invece un altro ed è conseguenza della cessione del bene alla società di leasing. Dall'operazione di compravendita scaturisce infatti una minusvalenza o una plusvalenza tassabile, il cui importo varia in relazione al prezzo pagato ed al grado di ammortamento del bene, che condiziona in maniera sensibile il costo dell'operazione²⁵.

Grado di ammortamento e ammontare della plusvalenza, elementi caratteristici dell'operazione di *leaseback*, non sono però elementi a sé stanti, ma risultano legati fra loro dalla possibilità, molto rilevante, di rateizzare in 5 anni la tassazione della plusvalenza quando il bene sia stato posseduto (e quindi ammortizzato) per più di tre anni²⁶.

E' chiaro a questo punto che, nel caso del *leaseback* e a differenza del leasing, le variabili che influenzano l'analisi sono molteplici. Questo determina un gran numero di situazioni possibili con conseguente complicazione del profilo d'analisi. Si rende quindi necessario compiere alcune scelte di semplificazione. La migliore ai fini dell'esposizione dei risultati è quella di vagliare contemporaneamente diverse ipotesi rappresentative delle soluzioni possibili.

Il punto di partenza, frutto di una semplificazione in seguito rimossa, è costituito dall'ipotesi che vede il prezzo di cessione del bene alla società di leasing pari al costo sostenuto dal venditore/utilizzatore al momento dell'acquisto del bene. Definito il prezzo di cessione, pari a 1000, la plusvalenza scaturisce quindi semplicemente dal grado di ammortamento del bene.

²⁵ Questo ai sensi dell'art. 54 (Plusvalenze patrimoniali) del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 che al primo comma così recita: "Le plusvalenze dei beni relativi all'impresa, diversi da quelli indicati nel comma 1 dell'art. 53 (i ricavi caratteristici). Nd.A.), concorrono a formare il reddito: a) se sono realizzate mediante cessione a titolo oneroso;...".

²⁶ Sempre l'art. 54 del D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917 al 4° comma così recita: "Le plusvalenze realizzate, determinate a norma del comma 2, concorrono a formare il reddito per l'intero ammontare nell'esercizio in cui sono state realizzate ovvero, se i beni sono stati posseduti per un periodo non inferiore a tre anni, a scelta del contribuente, in quote costanti nell'esercizio stesso e nei successivi ma non oltre il quarto."



Ne conseguono molteplici situazioni che si possono utilmente circoscrivere a quelle del seguente schema:

	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E
1 - Prezzo di cessione	1000	1000	1000	1000	1000
2 - Costo originario	1000	1000	1000	1000	1000
3 - Ammortamento/%	1000 / 100%	750 / 75%	500 / 50%	250 / 25%	0 / 0%
4 - Valore Netto (2 - 3)	0	250	500	750	1000
5 - Plusvalenza (1 - 4)	1000	750	500	250	0

Vengono quindi prese in considerazione 5 differenti ipotesi, frutto del diverso grado di ammortamento del bene oggetto di *sale and leaseback*. In funzione dello stato di avanzamento del processo di ammortamento del bene, che rappresenta la variabile indipendente dell'analisi, si definiscono 5 differenti ipotesi ciascuna caratterizzata:

- da un diverso ammontare della plusvalenza: questa scaturisce dalla differenza tra il prezzo di cessione alla società di leasing ed il valore netto contabile del bene (costo storico meno l'ammortamento già dedotto). Chiaramente nell'esempio qui trattato si parte dalla considerazione di un prezzo di cessione uguale al costo sostenuto, ma nulla impedisce (e più avanti si farà) di togliere tale restrizione;
- dalla possibilità di rateizzare la plusvalenza: questa facoltà, conveniente e quindi sicuramente adottata dalle imprese in utile, è concessa alle sole imprese in possesso dei beni ceduti da più di tre anni. Con riferimento ai 5 casi individuati si ha quindi una generalizzata possibilità di sfruttare tale agevolazione:

	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E
1 - Prezzo = Costo	1000	1000	1000	1000	1000
2 - Ammortamento/%	1000 / 100%	750 / 75%	500 / 50%	250 / 25%	0 / 0%
3 - Plusvalenza (1 - 2)	1000	750	500	250	0
4 - Durata del possesso	Circa 33 anni	Circa 25 anni	Circa 16 anni	Circa 8 anni	0 anni
5 - Facoltà di rateizzare?	si	si	si	si	no

A questo punto si tratta di procedere alla quantificazione dei due elementi necessari e tipici dell'analisi: a) il debito d'imposta scaturente dalla



plusvalenza ed il tempo di pagamento dello stesso; b) il mancato ammortamento del bene, al quale si rinuncia.

Con riferimento specifico all'esempio utilizzato, si evidenzia che il debito d'imposta sulla plusvalenza, pari al 37% dell'importo della plusvalenza registrata, ammonta a:

	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E
1 - Prezzo = Costo	1000	1000	1000	1000	1000
2 - Ammortamento/%	1000 / 100%	750 / 75%	500 / 50%	250 / 25%	0 / 0%
3 - Plusvalenza (1 - 4)	1000	750	500	250	0
4 - Debito d'imposta	370,0	277,5	185,0	92,5	0,0
5 - Rata annua del deb. d'imp.	74,0	55,5	37,0	18,5	Non possibile

Per quel che riguarda l'imposta che grava sulla plusvalenza è possibile osservare che le condizioni di possesso del bene consentono sempre di rateizzare in 5 annualità l'importo da pagare.

Si giunge così ad identificare la prima delle variazioni da apportare ai flussi di cassa del leasing, già descritti e presentati nella Tabella 2, necessaria per tenere conto del debito d'imposta sulla plusvalenza.

Questa, come già detto, non è però l'unica correzione da fare ai flussi già considerati per l'operazione di leasing. Occorre infatti anche tenere conto della rinuncia al completamento del piano di ammortamento previsto originariamente per il bene poi ceduto.

Si osserva, al riguardo, che nel caso di beni completamente ammortizzati non esiste alternativa al leasing e quindi, a fronte dei flussi generati da questa soluzione di finanziamento, non esistono altre operazioni a rettifica dei flussi, come si evince dalla Tabella proposta.

	Caso A	Caso B	Caso C	Caso D	Caso E
1 - Prezzo = Costo	1000	1000	1000	1000	1000
2 - Ammortamento/%	1000 / 100%	750 / 75%	500 / 50%	250 / 25%	0 / 0%
3 - Plusvalenza (1 - 2)	1000	750	500	250	0
4 - Durata del possesso	396 mesi	297 mesi	198 mesi	99 mesi	0 anni
5 - Durata mancato ammortamento	0 mesi	99 mesi	198 mesi	297 mesi	396 mesi



Nel caso invece di un bene nuovo, il processo di ammortamento deve ancora iniziare e la plusvalenza risulta bassa o addirittura assente: dovrebbe infatti esistere la possibilità di cedere il bene, nuovo, al medesimo prezzo di acquisto. In tale situazione i flussi sono quindi del tutto identici a quelli di un leasing tradizionale con la conseguenza che anche il costo dovrebbe essere il medesimo.

Tutto ciò premesso, per l'identificazione dei flussi di cassa scaturenti dall'operazione di *leaseback*, risulta utile la Tabella 3. Nella stessa si osserva che i flussi riportati alle voci da 1 a 7, quelli derivanti dal contratto di leasing, rimangono i medesimi già visti per la determinazione del costo del leasing tradizionale. Nel caso del *leaseback* occorre però anche tenere conto dei flussi riportati alle colonne 9 e 11 della Tabella 3 relativi agli elementi caratterizzanti l'operazione di *leaseback*. Questi, come abbiamo già detto, sono la conseguenza delle condizioni di vendita e di ammortamento del bene.

Il caso trattato riguarda un immobile già ammortizzato al 75%. A fronte di un costo storico di 1000, ammortizzato per 750 (valore netto a bilancio pari a 250), e di un prezzo di cessione sempre di 1000, la plusvalenza risulta quindi di 750. Essendo il bene posseduto da più di 3 anni risulta anche possibile la rateizzazione della plusvalenza in 5 anni.

La plusvalenza di 750 genera pertanto un debito d'imposta pari a:

$$\text{debito d'imposta sulla plusvalenza} = 750 \times 37\% = 277,5$$

che rateizzato in 5 esercizi significa un flusso di cassa in uscita ogni anno pari a:

$$\text{flusso rateale dovuto all'imposta sulla plusvalenza} = 277,5 / 5 = 55,5$$

Inoltre, dichiarando che il bene è ammortizzato per il 75%, l'operazione di *leaseback* comporta la rinuncia all'ammortamento del bene per il rimanente 25% del costo. Questo significa che si rinuncia ad un beneficio fiscale, e quindi a flussi di cassa positivi, che possono essere così stimati per ogni mese:

$$\text{ammortamenti mensili a cui si rinuncia} = 1000 / 33 / 12 = 2,53$$

comportando la rinuncia ad un beneficio d'imposta quantificabile in:



$$2,53 \times 37\% = 0,93$$

La considerazione congiunta di tutti questi flussi, frutto dell'operazione di *leaseback*, determina l'unico flusso periodale da prendere in considerazione per la determinazione del costo effettivo del *sale and leaseback*.

La metodologia illustrata, come si è avuto modo di vedere, si basa su quella tradizionalmente utilizzata per la valutazione dell'operazione di leasing. Nel caso del *leaseback* le variabili e le situazioni da governare risultano però maggiori. E' quindi giustificata l'esigenza di semplificazione dichiarata fin dall'inizio. Consci del fatto che l'analisi del *leaseback* risulta più complessa rispetto a quella del leasing si è trattato di individuare una metodologia:

- accreditata: cioè utilizzata dalla dottrina, e dalla pratica in generale, perché in grado di fornire stime corrette e condivisibili;
- elastica: quindi in grado di accogliere ulteriori e diverse variabili rispetto a quelle tradizionali che coinvolgono il leasing;
- gestibile: che non richieda tempi troppo lunghi di elaborazione e possa quindi fornire indicazioni in merito non ad un singolo e ben specificato caso oggetto d'analisi, come si rende utile in ambito operativo, ma permetta di avere una visione complessiva di quelli che possono essere i risultati nell'ambito del mercato in generale con riguardo alle diverse soluzioni ipotizzabili.

La metodologia descritta rappresenta un buon compromesso tra queste diverse esigenze. Il frutto delle elaborazioni è così costituito da molteplici stime del costo del *leaseback* basate sulle differenti situazioni che possono presentarsi.



Tabella 3 - Stima dei flussi di cassa utili alla stima del costo effettivo del leaseback

Anno	Mese	(1) Flussi contrattuali	(2) Capitale da ammortizzare	(3) Interessi	(4) Capitale	(5) Credito d'imposta interessi	(6) Credito d'imposta capitale	(7) Credito riscatto	(8) Plusvalenza	(9) Debito d'imposta sulla plusvalenza	(10) Ammortamento ancora da effettuato	(11) Credito d'imposta arruoli ancora da effettuare	Flussi netti da impostare: (1)-(5)-(8)+(7)+(8)
1	0	1000,00	1000,00						750	-55,5			1000,00
	1	-12,24	992,62	4,87	7,38	1,80	2,73				2,53	-0,93	-8,65
	2	-12,24	985,21	4,83	7,41	1,79	2,74				2,53	-0,93	-8,65
	3	-12,24	977,76	4,80	7,45	1,77	2,76				2,53	-0,93	-8,65
	4	-12,24	970,28	4,76	7,49	1,76	2,77				2,53	-0,93	-8,65
	5	-12,24	962,75	4,72	7,52	1,75	2,78				2,53	-0,93	-8,65
	6	-12,24	955,20	4,69	7,56	1,73	2,80				2,53	-0,93	-8,65
... uguale dal periodo 6 al periodo 13 ...													
2	12	-12,24	909,07	4,46	7,78	1,65	2,88				2,53	-0,93	-8,65
	13	-12,24	901,25	4,42	7,82	1,64	2,89		-55,5		2,53	-0,93	-8,65
	14	-12,24	893,39	4,39	7,86	1,62	2,91				2,53	-0,93	-8,65
	15	-12,24	885,49	4,35	7,90	1,61	2,92				2,53	-0,93	-8,65
... uguale dal periodo 16 al periodo 37 ...													
4	35	-12,24	719,25	3,54	8,70	1,31	3,22				2,53	-0,93	-8,65
	36	-12,24	710,51	3,50	8,74	1,30	3,24				2,53	-0,93	-8,65
	37	-12,24	701,72	3,46	8,79	1,28	3,25		-55,5		2,53	-0,93	-8,65
	38	-12,24	692,89	3,42	8,83	1,26	3,27				2,53	-0,93	-8,65
	39	-12,24	684,02	3,37	8,87	1,25	3,28				2,53	-0,93	-8,65
... uguale dal periodo 42 al periodo 49 ...													
	49	-12,24								-55,5	2,53	-0,93	-8,65



Anno	Mese	(1) Flussi contrattuali	(2) Capitale da ammortizzare	(3) Interessi	(4) Capitale	(5) Credito d'imposta interessi	(6) Credito d'imposta capitale	(7) Credito riscatto	(8) Plusvalenza	(9) Debito d'imposta sulla plusvalenza	(10) Ammortamento ancora da effettuare	(11) Credito d'imposta ammort. ancora da effettuare	Flussi netti da imposta: (1)-(5)-(7)+(8)
uguale dal periodo 40 in avanti fino al periodo 99													
	90	-12,24	169,36	0,88	11,36	0,33	4,20		750	-55,5	2,53	-0,93	-8,65
	91	-12,24	157,94	0,82	11,42	0,31	4,23				2,53	-0,93	-8,65
	92	-12,24	146,46	0,77	11,48	0,28	4,25				2,53	-0,93	-8,65
	93	-12,24	134,93	0,71	11,53	0,26	4,27				2,53	-0,93	-8,65
	94	-12,24	123,34	0,66	11,59	0,24	4,29				2,53	-0,93	-8,65
	95	-12,24	111,70	0,60	11,64	0,22	4,31				2,53	-0,93	-8,65
	96	-112,24	0,00	0,54	111,70	0,20	3,92	37			2,53	-0,93	-72,05
9	97										2,53	-0,93	-0,93
	98										2,53	-0,93	-0,93
	99										2,53	-0,93	-0,93



5. LE CONDIZIONI DI CONVENIENZA ECONOMICO - FINANZIARIA DEL *LEASEBACK* IMMOBILIARE

Abbiamo già detto che il *leaseback* si qualifica, rispetto al leasing tradizionale, per:

1. l'emergere una plusvalenza imponibile (o una minusvalenza deducibile da reddito);
2. il venir meno della possibilità di portare a termine l'originario piano di ammortamento previsto per il bene ceduto.

Con il *leaseback* emergono quindi nuovi costi deducibili, in quanto nei canoni del leasing sono compresi oneri di natura finanziaria ed ammortamenti impliciti del bene, ma anche elementi di svantaggio, come la plusvalenza ed il venir meno di ammortamenti su beni di proprietà. La convenienza di questa soluzione di finanziamento deriva quindi dalla combinazione di 2 elementi: il processo di "ricarica" dell'ammortamento in corso e l'emersione di una plusvalenza imponibile.

In questo paragrafo, specificatamente dedicato al *leaseback* immobiliare, si ricorre a 3 differenti tabelle, dove sono riportate le possibili combinazioni fra costo di acquisto e prezzo di cessione, per la presentazione dei risultati ottenuti.

In particolare, le tre tabelle riguardano: una prima ipotesi in cui, come nel caso utilizzato per descrivere la metodologia, il prezzo di cessione è uguale al costo storico d'acquisto, una seconda ipotesi in cui il prezzo di cessione è superiore al prezzo storico ed una terza ipotesi in cui il prezzo è inferiore al costo d'acquisto.

Ogni tabella prende poi in considerazione 5 differenti casi, dai quali dipende l'ammontare della plus/minusvalenza, riguardanti lo stato di avanzamento del processo di ammortamento. Le percentuali di ammortamento utilizzate per l'analisi sono pari al 100% del costo, al 75%, al 50%, al 25% e allo 0% ovvero il caso di un bene nuovo non ancora ammortizzato.

Le caratteristiche del contratto di *leaseback*, utilizzate per l'analisi e comuni fra i vari casi, riguardano un costo storico dell'immobile pari a



1000 e la stipula di un contratto di leasing al tasso del 6%, con durata di 8 anni e prezzo di riscatto pari al 10% del costo storico del bene.

La tabella 4 si riferisce al caso della cessione del bene ad un prezzo pari al costo storico (fatto pari a 1000). Chiarite le condizioni del contratto di leasing, e tenuto conto della plusvalenza che si determina, si individua in corrispondenza di ogni situazione il costo effettivo dell'operazione di *leaseback* da confrontare con quello di soluzioni di finanziamento alternative.

Si ha così modo di osservare che la convenienza dell'operazione viene a dipendere dal grado di ammortamento del bene e quindi dall'ammontare della plusvalenza tassata. Si è portati a credere che quando il bene risulta completamente ammortizzato l'avvio di un processo di *leaseback* risulti l'occasione per sfruttare la normativa fiscale, "ricaricando" l'ammortamento del bene, ed ottenere quindi un finanziamento conveniente sotto il profilo economico-finanziario. Dalla Tabella emerge però che questo è vero solo in prima approssimazione. La considerazione della plusvalenza, e dei flussi di cassa fiscali che ne conseguono, elimina infatti del tutto il vantaggio derivante da tale processo di "ricarica". Si determina invece una situazione che porta all'abbassamento del costo del *leaseback* solo al diminuire del grado di ammortamento del bene: quando oggetto di *leaseback* è un bene nuovo, non ancora ammortizzato e che quindi non sfrutta alcun processo di "ricarica", l'operazione risulta particolarmente conveniente e con un costo pari a quello riscontrabile in una situazione di leasing tradizionale.

Individuato il costo effettivo dell'operazione, che a seconda delle condizioni oscilla tra il 2,0% ed il 4,7%, si tratta di stabilire quando il *leaseback* sia da preferire ad altre soluzioni sotto il profilo della convenienza economica. Ricorrendo a quanto già detto, un utile parametro di raffronto può essere individuato nel costo di un finanziamento bancario equivalente.

Si può così verificare che il tasso netto di un finanziamento bancario avente lo stesso tasso lordo del leasing risulta pari al 3,8% e, a parità di tasso applicato, la soluzione del finanziamento bancario risulta più conveniente in tutti i casi in cui il piano di ammortamento del bene ha raggiunto almeno il 50%. Al contrario, quando il piano di ammortamento sia stato intrapreso da minor tempo risulta conveniente il ricor-



Tabella 4 - Costo del leaseback con prezzo di cessione del bene uguale al costo

Costo storico del bene uguale al prezzo di cessione alla società di leasing					
Costo storico del bene	1.000				
Prezzo di cessione del bene	1.000				
se:					
il bene è già stato ammortizzato per il	100%	75%	50%	25%	0%
<i>si ha che:</i>					
tasso netto dell'operazione di leaseback	4,7%	4,5%	3,7%	2,8%	2,0%
tasso netto di un mutuo allo stesso tasso lordo del leaseback			3,8%		
tasso lordo di un mutuo allo stesso tasso netto del leaseback	4,7%	7,1%	5,9%	4,5%	3,4%

so al *leaseback*²⁷.

Alle medesime considerazioni si giunge anche confrontando, in luogo del costo netto delle differenti soluzioni, il costo lordo di differenti soluzioni che abbiamo il medesimo costo netto. Si può così osservare che nel caso di un bene ammortizzato al 25%, un contratto di *leaseback* al tasso del 6% risulta più conveniente del finanziamento bancario tutte le volte che l'istituto di credito non è disposto a concedere il mutuo ad un tasso uguale o inferiore al 4,5%.

La Tabella 5 propone invece il confronto fra *leaseback* e soluzioni di finanziamento alternative con riferimento all'ipotesi che la cessione del bene alla società di leasing avvenga ad un prezzo superiore al costo storico d'acquisto e precisamente ad un prezzo maggiorato del 50% del costo.

Le conseguenze più immediate sono: a) una maggiore incidenza della plusvalenza, che risulta mediamente più elevata, e b) l'impossibilità di avere minusvalenze deducibili dal reddito.

Rispetto al caso precedente, quando il prezzo di cessione era fatto

²⁷ Alle medesime considerazioni si giunge anche confrontando, in luogo del costo netto delle differenti soluzioni, il costo lordo di differenti soluzioni che abbiamo il medesimo costo netto.



Tabella 5 - Costo del leaseback con prezzo di cessione del bene maggiore del costo

Costo storico del bene inferiore al prezzo di cessione alla società di leasing					
Costo storico del bene	1.000				
Prezzo di cessione del bene	1.500				
se:					
il bene è già stato ammortizzato per il	100%	75%	50%	25%	0%
si ha che:					
tasso netto dell'operazione di leaseback	4,7%	4,5%	4,0%	3,3%	2,8%
tasso netto di un mutuo allo stesso tasso lordo del leaseback			3,8%		
tasso lordo di un mutuo allo stesso tasso netto del leaseback	7,4%	7,2%	6,3%	5,2%	4,4%

pari a 1000, nel caso in esame si registra un innalzamento del costo effettivo dell'operazione che interessa in particolar modo le situazioni in cui il processo di ammortamento del bene risulta avviato da poco tempo. Nel caso di beni completamente ammortizzati, quelli sui quali dovrebbe registrarsi il maggior effetto negativo derivante dalla plusvalenza di 1500, non si osservano variazioni nel costo, sempre pari al 4,7%, a motivo della compensazione di tale effetto negativo con l'avvio di un leasing del valore di 1500 e dei conseguenti costi deducibili da questo generato. Nel caso di un bene mai ammortizzato il costo passa invece da un tasso del 2% ad un tasso del 2,8% in ragione della tassazione sulla plusvalenza di 500. La conseguenza più immediata è quindi un innalzamento della soglia di convenienza del *leaseback* che scompare già con beni ammortizzati per più del 25%.

E' nel terzo caso trattato, quello che considera la cessione del bene alla società di leasing ad un prezzo di 500, più basso del costo di acquisto, che si registrano i maggiori spazi di convenienza a favore del *leaseback* (Tabella 6).

Chiaramente, e come già precedentemente, nel caso di beni completamente ammortizzati il costo dell'operazione non cambia: la minu-



svalenza generata dalla cessione adeguatamente compensa il beneficio fiscale conseguente alla deducibilità dei canoni di leasing.

Negli altri casi però le condizioni di ridotto ammortamento del bene generano minusvalenze, deducibili dal reddito, che consentono di spuntare costi molto convenienti. Il costo effettivo dell'operazione si abbassa e giunge, nell'ipotesi di cessione di beni non ancora ammortizzati, a tassi nell'ordine dell'1,2%.

Chiaramente, e come già precedentemente, nel caso di beni completamente ammortizzati il costo dell'operazione non cambia: la minusvalenza generata dalla cessione adeguatamente compensa il beneficio fiscale conseguente alla deducibilità dei canoni di leasing. Negli altri casi però le condizioni di ridotto ammortamento del bene generano minusvalenze, deducibili dal reddito, che consentono di spuntare costi molto convenienti. Il costo effettivo dell'operazione si abbassa e giunge, nell'ipotesi di cessione di beni non ancora ammortizzati, a tassi nell'ordine dell'1,2%.

Per una lettura sistematica dei risultati ottenuti è utile una tabella riepilogativa, come la Tabella 7, attraverso la quale valutare gli spazi di convenienza realmente esistenti a favore dell'operazione di *leaseback*.

Tabella 6 - Costo del leaseback con prezzo di cessione del bene inferiore al costo

Costo storico del bene superiore al prezzo di cessione alla società di leasing					
Costo storico del bene	1.000				
Prezzo di cessione del bene	500				
se:					
il bene è già stato ammortizzato per il	100%	75%	50%	25%	0%
si ha che:					
tasso netto dell'operazione di leaseback	4,7%	4,3%	3,0%	1,9%	1,2%
tasso netto di un mutuo allo stesso tasso lordo del leaseback	3,8%				
tasso lordo di un mutuo allo stesso tasso netto del leaseback	7,4%	6,8%	4,8%	3,0%	2,0%



Tabella 7 - Riepilogo dei risultati per il leaseback immobiliare

Costo storico del bene	1.000										
Prezzo cessione bene alla soc. di leasing	1.000					1.500			500		
caso	a	b	c	d	e	f	g	h	i	l	m
fdo ammt./costo storico	100%	75%	50%	25%	0%	100%	50%	0%	100%	50%	0%
plusvalenza/(minusvalenza)	1.000	750	500	250	0	1.500	1.000	500	500	(0)	(500)
tasso netto del <i>leaseback</i>	4,7%	4,5%	3,7%	2,8%	2,1%	4,7%	4,0%	2,8%	4,7%	3,0%	1,2%

Il tasso netto del mutuo di riferimento (con lo stesso tasso lordo) è 3,8%

Si ha così modo di osservare che quando il bene è stato acquistato (o costruito) recentemente (casi *d*, *e*, *h* e *m*) si ha una forte convenienza all'operazione di *leaseback*. Questa è addirittura esattamente la stessa del leasing tradizionale nel caso in cui il costo di acquisto/costruzione sia lo stesso del prezzo di cessione alla società di leasing (caso *e*). Qualora, invece, il prezzo di cessione sia più alto del costo storico di acquisto (caso *h*) la convenienza si riduce, mentre nel caso di un prezzo di cessione inferiore al costo di acquisto (caso *m*) la convenienza aumenta.

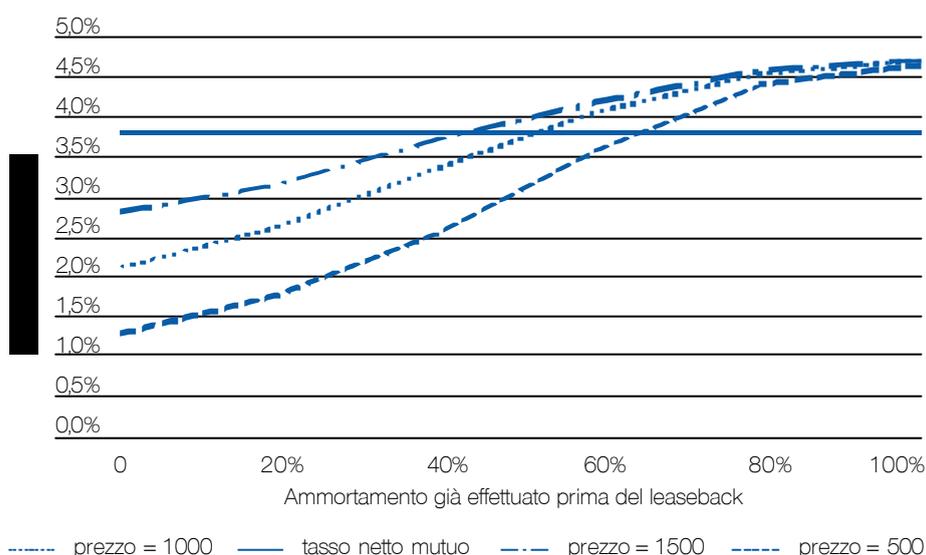
Se poi il bene è già stato consistentemente ammortizzato (caso *a*, *b*, *f*, *g* e *l*), ne deriva un peggioramento della convenienza in ragione della plusvalenza immediatamente tassabile. Per ammortamenti cumulati superiori al 40/50% del costo originario dell'immobile la convenienza tende a scomparire.

In conclusione, solo quando il costo originario del bene risulti più elevato del prezzo di cessione alla società di leasing (casi *l* e *m*), ipotesi da non escludere anche se comporta una riduzione del finanziamento ottenuto, ne deriva una più diffusa convenienza del *leaseback*, in quanto emergono frequentemente minusvalenze che è possibile portare immediatamente a costo.



L'individuazione di questi elementi, i cui limiti sono discussi più avanti, può quindi aiutare a sviluppare adeguati schemi di comportamento da parte delle imprese utili alla massimizzazione della convenienza del *leaseback*. Questo è tanto più necessario se si tiene conto che il punto di ottimo, ovvero la situazione di maggiore convenienza, si ha quando il bene ha un costo originario più elevato del prezzo di cessione alla società di leasing e risulta poco ammortizzato.

Figura 1 - Grafico riepilogativo delle condizioni di convenienza del leaseback



Il grafico allegato (Figura 1), riepilogativo dei casi presentati, illustra in maniera molto chiara quanto espresso precedentemente in forma numerica. E' infatti forte l'evidenza che dimostra come la convenienza del *leaseback* sia limitata ai casi in cui il processo di ammortamento non ha portato a costo, a seconda dei casi, una misura superiore a circa il 40-60% del prezzo originario. Negli altri casi l'incidenza della plusvalenza è invece così forte da rendere poco conveniente l'operazione rispetto ad altre soluzioni di finanziamento.



6. GLI ELEMENTI TRASCURATI COMPORTANO STIME DISTORTE?

Gli operatori, e in generale coloro i quali hanno maggiori conoscenze in campo finanziario, avranno senz'altro notato che nell'analisi che ha preceduto sono stati trascurati alcuni aspetti che potrebbero, quanto meno a prima vista, risultare di rilievo.

La mancata inclusione nell'analisi di alcuni elementi, o la scelta di includere talune variabili con un ben definito profilo economico, legittima quindi il dubbio circa la possibile esistenza di una certa volatilità dei risultati ottenuti²⁸.

Tra gli elementi più noti non inclusi nell'analisi corre senz'altro l'obbligo di ricordare l'imposta Regionale sulle Attività Produttive (Irap) e l'imposta sul Valore Aggiunto (IVA), anche se altri elementi trascurati potrebbero essere presi in considerazione ed eventualmente condizionare i risultati dell'analisi. Vediamo quindi di fare qualche considerazione al riguardo.

L'Irap intende colpire il valore aggiunto prodotto dalle imprese attraverso lo svolgimento della loro attività caratteristica²⁹. A tale scopo vengono escluse dalla base imponibile tutte le componenti di natura straordinaria e finanziaria, in primis gli oneri finanziari. Al fine di non avvantaggiare il leasing rispetto alle altre soluzioni di finanziamento è stata affermata indeducibilità degli interessi impliciti pagati attraverso i canoni alla società di leasing. Ai fini della corretta individuazione della componente finanziaria inclusa nel canone deve essere applicata una formula predisposta dallo stesso Ministero delle Finanze; risultando tale soluzione sufficientemente precisa (anche se non perfetta) si assiste al venir meno di un elemento differenziale di vantaggio/svantaggio di una soluzione di

²⁸ Per una chiara ed approfondita analisi di sensitività del costo netto del leasing alle variabili impiegate si rimanda a Caselli S. (1998).

²⁹ Per approfondimenti riguardo all'imposta Regionale sulle Attività Produttive si rimanda a: Calippo S., *L'IRAP - Lineamenti introduttivi generali*, in "Il Fisco" n. 13, 1997; Pesole D., *L'IRAP. taglia il traguardo definitivo*, in "Il Sole 24 Ore" dell'11.12.1997; Pistone E., *Gli effetti dell'IRAP sui bilanci delle imprese*, in "Corriere Tributario" n.37, 1997.



finanziamento rispetto alle altre. In realtà, la diversa tempificazione della deducibilità dell'Irap sugli interessi passivi provoca una modestissima variazione del costo del leasing dopo le imposte. Anche tale variazione è stata comunque trascurata in quanto non rilevante al fine delle decisioni operative andando ad interessare il centesimo di punto percentuale.

Per quel che riguarda l'IVA occorre invece sottolineare che l'inclusione di tale elemento porterebbe a stime senz'altro più accurate. Questo però a discapito della velocità e dell'immediatezza del risultato. Sarebbe infatti necessario formulare ulteriori ipotesi rappresentative delle diverse situazioni possibili, appesantendo ulteriormente l'analisi.

Poiché l'obiettivo dichiarato è quello della ricerca degli spazi di mercato a disposizione del *leaseback*, e quindi l'individuazione di linee di condotta utili alle imprese industriali ed alle società di leasing, ci si deve domandare se la mancata considerazione dell'imposta sul valore aggiunto rischi di compromettere la significatività dei risultati ottenuti. Così non sembra.

Per sostenere la scarsa rilevanza di tale componente, e motivare le scelte fatte, è però necessaria una premessa sul ruolo dell'IVA nel contratto di leasing. Questa riguarda il fatto che l'IVA sui beni immobili, dato l'elevato importo che spesso è oggetto di transazione, risulta piuttosto consistente. Così, sulla cessione di un bene del valore di un miliardo, l'IVA grava per circa 200 milioni. In caso di acquisto questa deve essere versata al venditore immediatamente, assieme al prezzo pattuito, e solo in un secondo tempo, in occasione della prima liquidazione, risulta possibile compensare l'IVA pagata con quella incassata. Il debito d'imposta potrebbe poi non essere capiente con la conseguenza di poter recuperare l'imposta pagata solo successivamente e avanti nel tempo.

La possibilità data dal leasing, di versare ratealmente l'IVA in corrispondenza del pagamento dei singoli canoni, costituisce quindi un beneficio per tutte le imprese che presentano una posizione di IVA a credito (il che significa aver pagato un'IVA sugli acquisti maggiore di quella incassata con le vendite) o solo leggermente debitoria. Per tutte queste imprese il profilo IVA diviene infatti rilevante ed occorre tenerne conto per potere compiere un'analisi significativa.

Quanto detto è sicuramente vero, ma con riferimento al passato. Dal



'98 è infatti possibile procedere alla compensazione fra tributi e contributi anche diversi fra loro. Questo significa che i 200 milioni di IVA versata, se non possono essere recuperati attraverso la posizione debitoria dell'IVA, possono comunque essere compensati con altri tributi o oneri previdenziali. In altre parole, l'IVA versata al venditore può essere recuperata mensilmente, in occasione del pagamento dei contributi per lavoro dipendente, o comunque in occasione del pagamento dell'acconto e del saldo delle imposte sul reddito³⁰. La conseguenza è quindi una prospettiva di breve termine per la compensazione dell'IVA versata.

L'effetto più immediato dell'introduzione di questo principio di buon senso è il venir meno della rilevanza del fattore IVA nei profili di indagine tesi alla ricerca della soluzione di finanziamento più conveniente. Si ritiene infatti che trascurare tale profilo, nelle attuali condizioni, risulti comodo e per nulla limitante ai fini della corretta individuazione della soluzione più coerente con la propria situazione aziendale.

Se poi si considera specificatamente il *leaseback* si deve considerare che in questo caso l'IVA viene versata dalla società di leasing, l'acquirente, alla impresa che cede il bene. Solo in un secondo tempo questa dovrà poi provvedere, entro i termini di legge, al versamento della somma all'Erario. Ne consegue che, di nuovo, l'IVA gioca a favore della soluzione *leaseback*, ma in questo caso facendo affluire alle casse dell'impresa una liquidità aggiuntiva e gratuita anche se per un breve periodo.

Si può quindi concludere che sia per il leasing che per il *leaseback* l'imposta sul valore aggiunto gioca un ruolo a favore. Nel caso del leasing la mancata considerazione di tale imposta nell'analisi si giustifica solo con la possibilità di compensare il credito di tale imposta con i versamenti di altre imposte o contributi. Nel caso del *leaseback*, fermo restando che valgono anche queste considerazioni, si deve invece tenere conto che in ogni caso, e quindi anche prescindendo da tale aspetto, la mancata considerazione dell'IVA non determina significative variazioni nel costo dell'operazione. Si osserva infatti che l'incasso dell'IVA, relativo alla cessione del bene, rimane a disposizione dell'impresa per un

³⁰ Occorre peraltro tenere conto del fatto che esiste la possibilità di rateizzare mensilmente le imposte da pagare. Questo aspetto rafforza quanto si sta sostenendo e consente di legittimare la nostra metodologia di analisi che vede la liquidazione delle imposte mese per mese.



periodo decisamente breve che può andare da un minimo di 15 ad un massimo di 45 giorni³¹; il contributo finanziario derivante dalla messa a disposizione dell'IVA per un periodo di tempo così limitato non risulta incidere sui risultati se si tiene conto: a) dell'attuale livello dei tassi di interesse e b) dell'importo relativamente elevato che solitamente caratterizza le operazioni di *leaseback*.

Per completare l'analisi dei riflessi provocati dall'Imposta sul Valore Aggiunto sui risultati dell'analisi, occorre evidenziare il fatto che, per il principio dell'alternatività, l'assoggettamento dell'operazione ad IVA comporta l'applicazione dell'imposta di registro, dell'imposta ipotecaria e di quella catastale in misura fissa, attualmente pari a L.250.000³². L'incidenza di tali costi assume quindi un carattere marginale e la loro considerazione del tutto trascurabile in quanto non in grado di influenzare l'ordine di preferenza individuato.

³¹ La liquidazione dell'IVA di un mese avviene infatti entro il giorno 16 del mese successivo. Potrebbe in realtà anche aversi il caso di imprese con liquidazione dell'IVA trimestrale. Questa possibilità è però vincolata ai contribuenti minori, quelli con un ridotto volume d'affari, che non dovrebbero, proprio per tale motivo, essere interessati ad operazioni di *leaseback* immobiliare.

³² Nel caso dell'imposta ipotecaria l'aliquota è stata così prevista dal D.L. 20 giugno 1996, n. 323, convertito nella L. 8 agosto 1996 n. 425, mentre nel caso dell'imposta catastale ha così disposto la L. 28 dicembre 1995 n. 549. Si precisa inoltre che dal 20 giugno '96 le vendite di fabbricati ad uso abitazione sono diventate operazioni esenti da IVA, e quindi soggette ad imposta di Registro in misura proporzionale, con l'eccezione delle vendite effettuate da parte di imprese di costruzione, imprese con oggetto esclusivo o principale la rivendita dei fabbricati e imprese che hanno effettuato particolari interventi di recupero.



7. L'OPERAZIONE DI *LEASEBACK* PER L'EQUILIBRIO FINANZIARIO DELLE IMPRESE

L'operazione di *leaseback* è stata finora considerata in modo del tutto indipendente dal contesto aziendale nel quale deve essere inserita. L'analisi che ha preceduto ha infatti semplicemente indagato le condizioni di convenienza economico-finanziaria dell'operazione cercando di mettere in evidenza gli elementi che rendono il *leaseback* più conveniente di altre soluzioni di finanziamento.

Aver dato per scontato l'ininfluenza del contesto aziendale, ed in particolare dei risultati prodotti dalla gestione, ai fini della valutazione di un'operazione di finanziamento significa però esporsi ad alcuni inevitabili errori. In particolare, si tratta di:

- non attribuire alcuna importanza alle scelte finanziarie dell'impresa, considerandole decisioni che non modificano il profilo rischio-rendimento della stessa. E' noto invece che una struttura finanziaria equilibrata, in grado di minimizzare il costo del capitale per l'impresa, consente di aumentare il valore della stessa;
- valutare le diverse soluzioni finanziarie isolatamente le une dalle altre come se non si trattasse di un insieme coordinato di investimenti e fonti finanziarie. L'equilibrio della gestione deve infatti essere ricercato non solo nei confronti di una adeguata composizione fra fonti finanziarie a breve e a lungo termine, a titolo di capitale di rischio e a titolo di debito, ma anche attraverso una coordinata e coerente definizione della politica di finanziamento con la politica di investimento;
- attribuire un significato "assoluto" alla valutazione economico-finanziaria basata sul TIR e sul VAN: operazioni giudicate positivamente con le metodologie richiamate rischiano infatti di essere considerate obiettivamente ed universalmente preferibili alle altre soluzioni alternative;
- non considerare che le condizioni reddituali e/o finanziarie dell'azienda condizionano le scelte in campo finanziario: in certi casi giungendo persino a sconsigliare il ricorso ad operazioni che sotto il profilo del costo risultano decisamente vantaggiose.

Lo scopo di questo paragrafo è quindi quello di provare a calare nella realtà d'impresa l'operazione di *leaseback* cercando di individuare



gli elementi patrimoniali e/o reddituali che dovrebbero essere valutati dal management per poter assumere una decisione pienamente responsabile³³.

Il *leaseback*, come si cercherà di dimostrare, è infatti un'operazione al servizio del riequilibrio finanziario che può trovare condizioni interne d'impresa a prima vista favorevoli, ma in realtà non adatte a sostenere la scelta. Basare quest'ultima sull'analisi di alcuni noti indicatori, come il leverage o il Roi, risulta quindi rischioso e utile solo a migliorare la presentazione della realtà aziendale agli *stakeholders*. Gli interventi sulla struttura finanziaria dell'impresa devono invece essere inseriti in un piano strategico di medio termine di cui sia verificata, come già precisato, la coerenza tra politica degli investimenti e dei finanziamenti ed in cui le entrate siano adatte a sostenere le uscite previste.

Il punto focale sul quale si vuole portare l'attenzione è quindi dato dal fatto che le scelte finanziarie devono ricercare, oltreché la minimizzazione del costo del capitale, anche il mantenimento di "spazi di manovra sufficienti a far fronte a evenienze inattese che dovessero manifestarsi"³⁴. Si tratta quindi di individuare, con particolare riferimento all'operazione di *leaseback*, gli elementi che possono trarre in inganno nella scelte di riequilibrio finanziario e cercare di fornire elementi utili per una corretta valutazione delle scelte finanziarie d'impresa.

7.1 Il *leaseback* per il riequilibrio finanziario delle imprese: un caso rilevante

Il ricorso ad un caso esemplificativo consente di mettere in evidenza l'importanza di compiere, preliminarmente alla decisione di effettuare l'operazione di *leaseback*, un'analisi sulla situazione economico-finanziaria dell'impresa.

Il bilancio dell'impresa considerata, la società ALFA, è riportato nella Tabella 8. Si tratta di un'impresa in sviluppo, caratterizzata da una buona redditività, con un indebitamento molto elevato. La buona redditività si deduce dalla misura del Roe (Return on Equity) pari al 16%, ad indicare

³³ Al riguardo Brugger G. (1983) afferma che "Prima di formulare un parere è necessario esaminare anche la desiderabilità dell'operazione prospettata dal punto di vista del mantenimento dell'equilibrio finanziario aziendale".

³⁴ Donna G. (1999).



che l'investimento del capitale in azienda rende ai soci circa il 16% annuo, e dal Roi (Return on Investment) che misura la redditività del business in circa il 10,6%. Il livello molto elevato dell'indebitamento si deduce invece dal rapporto tra debito e capitale dei soci, che indica come il debito sia circa 4,6 volte il capitale di rischio. Le condizioni di elevata redditività rendono comunque sostenibile per l'impresa il debito contratto, come emerge dal rapporto tra Ebit (Earning Before Interest and Taxes) e Oneri Finanziari (Of) pari a circa 2. L'impresa in esame appare dunque una naturale candidata all'operazione di *leaseback* si tratta infatti di un'impresa redditizia, in utile fiscale, ma pesantemente indebitata.

Si vuole ora dimostrare che questi elementi, gli unici utilizzati finora per individuare le imprese interessate all'operazione, non risultano sufficienti per decidere di intraprendere un'operazione, come quella di *leaseback*, solitamente molto importante per un'impresa.

Tornando al caso in esame si suppone che il capitale immobilizzato dell'azienda sia un edificio ad uso industriale di recente acquisizione per il quale è stato sostenuto il costo di 1000. L'imprenditore potrebbe quindi ragionevolmente ipotizzare di ricorrere ad una soluzione come il *leaseback* per migliorare la propria "presentabilità" all'esterno attraverso la riduzione dell'indebitamento. Considerando inoltre che:

- si tratta di un bene di recente acquisizione, posseduto da non più di 5 anni;
 - il contratto di *leaseback* prevede la cessione del bene alla società di leasing per un prezzo pari allo stesso costo, una durata del leasing di 8 anni, un tasso lordo dell'8% ed un prezzo di riscatto irrisorio, nell'esempio considerato addirittura pari a 0;
 - il tasso di interesse sull'indebitamento bancario è pari al 7%,
- l'operazione risulterebbe senz'altro vantaggiosa sotto il profilo del costo. A seguito dell'operazione si registrerebbe quindi una riduzione del costo del capitale dell'impresa ed un conseguente innalzamento del valore della stessa³⁵.

Un primo giudizio sulla compatibilità dell'operazione con la struttura economica e finanziaria dell'impresa può essere fornito dall'osservazione dei principali indicatori di bilancio dell'azienda riferiti alla situazione *ante e post-leaseback*:

³⁵ Il merito alla creazione di valore è possibile affermare che questa dipende dalla capacità dell'azienda di far rendere il capitale più del suo costo o, a parità di rendimento del capitale, dalla possibilità di ridurre il costo. Per approfondimenti sul tema di rimanda a Donna G. (1999).



Indicatori	anno 0 (prima)	anno 1 (dopo)
EBIT / OF	1,9	1,7
D/MP	4,6	1,7
Roe	16,0%	5,0%
Roi	10,6	7,5%

Si ha così modo di osservare che :

- a seguito dell'operazione di *leaseback* il livello dell'indebitamento risulta considerevolmente ridotto registrandosi un *leverage* che passa da 4,6 a 1,7. Se questo rappresenta il principale motivo per il quale si è ricorsi all'operazione non può che dirsi raggiunto e l'operazione un successo;
- il grado di copertura degli oneri finanziari, misurato dal rapporto Ebit/Of, si mantiene sui livelli precedenti passando da 1,9 a 1,7. L'operazione non evidenzia quindi particolari difficoltà per l'impresa sul fronte della sostenibilità finanziaria;
- a fronte dei canoni di leasing, si registra una riduzione delle componenti di reddito con conseguente calo degli indicatori Roe e Roi che si mantengono comunque su livelli di redditività accettabili.

Un giudizio favorevole sulla convenienza economico-finanziaria dell'operazione, associato ad una semplicistica valutazione del contesto aziendale basata sui soli parametri ora evidenziati, porterebbe quindi a suggerire un'incondizionata convenienza dell'operazione di *leaseback*.

In realtà la procedura corretta per addivenire ad una decisione ponderata e responsabile sul fronte del riequilibrio finanziario dovrebbero prevedere:

- una preliminare verifica della convenienza economico-finanziaria dell'operazione;
- una successiva valutazione, dinamica e comparata, degli effetti derivanti dall'inserimento dell'operazione di *leaseback* nel contesto aziendale. La valutazione può dirsi *comparata* se impostata sul confronto con le alternative disponibili, tra le quali occorre sempre ricomprendere quella di mantenere inalterato il profilo finanziario dell'impresa. Può dirsi invece *dinamica* quando passa da una visione "consuntiva" ad una visione "preventiva", indagando e traducendo in risultati economici gli accadimenti futuri, e non limitando l'analisi alla sola comparazione degli indicatori più noti, ma mettendo in evidenza i flussi finanziari prodotti (o producibili) dall'azienda.

Il giudizio fornito da una valutazione "statica", caratterizzata dall'orien-



tamento al breve termine e basata sui soli indicatori bilancio, per poter essere accreditato di una certa significatività deve dimostrarsi valido in tutte le situazioni senza essere contraddetto da una valutazione "dinamica" dell'operazione, orientata al medio periodo e pronta a cogliere l'andamento dei flussi finanziari dell'impresa. Si tratta quindi di verificare se il giudizio prima formulato, di convenienza nel ricorrere all'operazione di *leaseback*, risulti confermato dopo aver:

- abbandonato il ricorso agli indici e all'analisi sul breve termine;
- abbracciando una visione di più lungo periodo orientata anche a cogliere i flussi di cassa prodotti dall'impresa.

Coerentemente con quanto dichiarato si è quindi sviluppata un'analisi, riferita al caso in esame, proiettata su di un orizzonte temporale di 12 anni nel quale si sono messe in evidenza, per ciascuna delle ipotesi affrontate, i flussi finanziari prodotti dall'impresa.

Tabella 8 - Dati esemplificativi di società interessata al leaseback

Società ALFA Srl	
STATO PATRIMONIALE	
<i>Crediti a breve</i>	2.083
<i>Debiti a breve</i>	- 1.131
Capitale Circolante Netto (CCN)	952
Capitale Fisso (CF)	1.000
ATTIVO	1.952
Mezzi Propri dei soci (MP)	350
Debiti (D)	1.602
PASSIVO E MP	1.952
CONTO ECONOMICO	
Ricavi	2.500
Costi variabili	- 2.263
Ammortamento (3%)	- 30
<i>RO</i>	208
OF (7% di D)	- 112
<i>RL</i>	95
Imposte (41,25%)	- 39
RN	56
INDICI	
EBIT / OF	1,9
D / MP	4,6
Roe	16,0%
Roi	10,6%



Tabella 9 - Proiezione su 12 anni dei risultati derivanti dell'ipotesi di proprietà del bene

	anno 0	1	2	3	4
STATO PATRIMONIALE					
Crediti a breve	2.083	2.188	2.297	2.412	2.532
Debiti a breve	- 1.131	- 1.188	- 1.247	- 1.310	- 1.375
CCN	952	1.000	1.050	1.102	1.157
Capitale fisso	1.000	970	940	910	880
Attivo	1.952	1.970	1.990	2.012	2.037
MP	350	415	489	574	670
D	1.602	1.555	1.500	1.438	1.367
Passivo e MP	1.952	1.970	1.990	2.012	2.037
CONTO ECONOMICO					
		+5%	+5%	+5%	+5%
Ricavi	2.500	2.625	2.756	2.894	3.039
Costi variabili	- 2.263	- 2.376	- 2.494	- 2.619	- 2.750
Ammortamento (3%)	- 30	- 30	- 30	- 30	- 30
RO	208	219	232	245	259
OF (7% di D)	- 112	- 109	- 105	- 101	- 96
RL	95	111	127	144	163
Imposte (41,25%)	- 39	- 46	- 52	- 60	- 67
RN	56	65	75	85	96
RENDICONTO FINANZIARIO					
RN	56	65	75	85	96
OF	112	109	105	101	96
Ammortamento	30	30	30	30	30
Flusso di circolante	198	204	210	215	221
Var CCN		- 48	- 50	- 52	- 55
Flusso di cassa		156	160	163	166
Dis/Investimenti		0	0	0	0
Flusso di cassa gestione operativa		156	160	163	166
OF		- 109	- 105	- 101	- 96
Fabbisogno (-) / Surplus (+)		47	55	62	71
var D a pareggio		- 47	- 55	- 62	- 71



5	6	7	8	9	10	11	12
2659	2712	2766	2822	2878	2936	2994	3054
- 1.444	- 1.473	- 1.502	- 1.532	- 1.563	- 1.594	- 1.626	- 1.658
1.215	1.239	1.264	1.290	1.315	1.342	1.368	1.396
850	820	790	760	730	700	670	640
2.065	2.059	2.054	2.050	2.045	2.042	2.038	2.036
777	894	1.019	1.153	1.297	1.452	1.618	1.795
1.288	1.166	1.036	896	748	589	421	241
2.065	2.059	2.054	2.050	2.045	2.042	2.038	2.036
+5%	+2%	+2%	+2%	+2%	+2%	+2%	+2%
3.191	3.255	3.320	3.386	3.454	3.523	3.593	3.665
- 2.888	- 2.945	- 3.004	- 3.064	- 3.126	- 3.188	- 3.252	- 3.317
- 30	- 30	- 30	- 30	- 30	- 30	- 30	- 30
273	279	285	292	298	305	311	318
- 90	- 82	- 72	- 63	- 52	- 41	- 29	- 17
183	198	213	229	246	263	282	301
- 75	- 81	- 88	- 94	- 101	- 109	- 116	- 124
108	116	125	134	144	155	166	177
108	116	125	134	144	155	166	177
90	82	72	63	52	41	29	17
30	30	30	30	30	30	30	30
228	228	228	227	227	226	225	224
- 58	- 24	- 25	- 25	- 26	- 26	- 27	- 27
170	203	203	202	201	200	198	197
0	0	0	0	0	0	0	0
170	203	203	202	201	200	198	197
- 90	- 82	- 72	- 63	- 52	- 41	- 29	- 17
80	122	130	139	149	158	169	180
- 80	- 122	- 130	- 139	- 149	- 158	- 169	- 180



Tabella 10 - Proiezione su 12 anni dei risultati derivanti dell'ipotesi di leaseback

	anno 0	1	2	3	4
STATO PATRIMONIALE					
CCN	952	1.000	1.050	1.102	1.157
Capitale fisso	1.000	0	0	0	0
Attivo	1.952	1.000	1.050	1.102	1.157
MP	350	368	393	424	463
D	1.602	631	657	678	694
Passivo e MP	1.952	1.000	1.050	1.102	1.157
CONTO ECONOMICO					
Ricavi	2.500	2.625	2.756	2.894	3.039
Costi variabili	- 2.263	- 2.376	- 2.494	- 2.619	- 2.750
Canoni di leasing		- 174	- 174	- 174	- 174
Ammortamento (3%)	- 30	0	0	0	0
RO	208	75	88	101	115
OF (7% di D)	- 112	- 44	- 46	- 47	- 49
RL	95	31	42	53	66
Imposte (41,25%)	- 39	- 13	- 17	- 22	- 27
RN	56	18	25	31	39
RENDICONTO FINANZIARIO					
RN	56	18	25	31	39
OF	112	44	46	47	49
Ammortamento	30	0	0	0	0
Flusso di circolante	198	63	71	79	87
Var CCN		- 48	- 50	- 52	- 55
Flusso di cassa		15	21	26	32
Dis/Investimenti		1.000	0	0	0
Flusso di cassa gestione operativa		1.015	21	26	32
OF		- 44	- 46	- 47	- 49
Fabbisogno (-) / FCF (+)		971	- 25	- 21	- 16
var D a pareggio		- 971	25	21	16



5	6	7	8	9	10	11	12
1.215	1.239	1.264	1.290	1.315	1.342	1.368	1.396
0	0	0	0	0	0	0	0
1.215	1.239	1.264	1.290	1.315	1.342	1.368	1.396
510	562	618	680	853	1.038	1.232	1.439
705	678	646	610	462	304	136	- 43
1.215	1.239	1.264	1.290	1.315	1.342	1.368	1.396
3.191	3.255	3.320	3.386	3.454	3.523	3.593	3.665
- 2.888	- 2.945	- 3.004	- 3.064	- 3.126	- 3.188	- 3.252	- 3.317
- 174	- 174	- 174	- 174	0	0	0	0
0	0	0	0	0	0	0	0
129	135	141	148	328	335	341	348
- 49	- 47	- 45	- 43	- 32	- 21	- 10	3
80	88	96	105	296	313	332	351
- 33	- 36	- 40	- 43	- 122	- 129	- 137	- 145
47	52	56	62	174	184	195	206
47	52	56	62	174	184	195	206
49	47	45	43	32	21	10	- 3
0	0	0	0	0	0	0	0
96	99	102	104	206	205	204	203
- 58	- 24	- 25	- 25	- 26	- 26	- 27	- 27
38	75	77	79	180	179	178	176
0	0	0	0	0	0	0	0
38	75	77	79	180	179	178	176
- 49	- 47	- 45	- 43	- 32	- 21	- 10	3
- 11	27	32	36	148	158	168	179
11	- 27	- 32	- 36	- 148	- 158	- 168	- 179



Tabella 11 - Proiezione su 12 anni dei principali indicatori riferibili all'impresa Alfa

Indici	anno 0	1	2	3	4
EBIT / OF					
Proprietà diretta	1,9	20	22	2,4	2,7
Leaseback	1,9	1,7	1,9	2,1	2,4
D / MP					
Proprietà diretta	4,6	3,7	3,1	2,5	2,0
Leaseback	4,6	1,7	1,7	1,6	1,5
FREE CASH FLOW					
Proprietà diretta	0,0	156,2	159,5	162,9	166,3
Leaseback	0,0	14,9	20,6	26,4	32,3
FREE CASH FLOW / DEBITO					
Proprietà diretta	0,0%	3,0%	3,6%	4,3%	5,2%
Leaseback	0,0%	153,7%	-3,9%	-3,1%	-2,3%
ROE					
Proprietà diretta	16,0%	15,7%	15,2%	14,8%	14,3%
Leaseback	16,0%	5,0%	6,3%	7,4%	8,4%
Roi					
Proprietà diretta	10,6%	11,1%	11,7%	12,2%	12,7%
Leaseback	10,6%	7,5%	8,4%	9,2%	9,9%



5	6	7	8	9	10	11	12
3,0	3,4	3,9	4,6	5,7	7,4	10,6	18,9
2,6	2,8	3,1	3,5	10,1	15,7	35,9	-115,7
1,7	1,3	1,0	0,8	0,6	0,4	0,3	0,1
1,4	1,2	1,0	0,9	0,5	0,3	0,1	0,0
1698	2034	2028	2020	2009	1997	1982	1965
38,3	74,7	76,9	79,1	180,3	179,1	177,6	175,9
6,2%	10,4%	12,6%	15,5%	19,9%	26,9%	40,1%	74,6%
-1,6%	4,0%	4,9%	6,0%	32,0%	51,9%	123,7%	-416,1%
13,8%	13,0%	12,3%	11,7%	11,1%	10,7%	10,2%	9,9%
9,2%	9,2%	9,1%	9,1%	20,4%	17,7%	15,8%	14,3%
13,2%	13,6%	13,9%	14,2%	14,6%	14,9%	15,3%	15,6%
10,6%	10,9%	11,2%	11,5%	24,9%	24,9%	24,9%	24,9%



7.2 L'importanza della previsione dei flussi nella pianificazione degli interventi finanziari

Con riferimento al caso preso in esame, le Tabelle 9 e 10 riportano un business plan dell'azienda, riferito ad un orizzonte temporale di 12 anni, sviluppato sia in ipotesi di effettuazione dell'operazione di *leaseback* sia in ipotesi di assenza di interventi per il riequilibrio della struttura finanziaria.

Si ha così modo di osservare come la detenzione del bene, in presenza di una crescita del fatturato del 5% per i primi 6 anni e del 2% per gli anni successivi, porti ad avere un risultato economico crescente che va da +65 a +177 al termine dell'orizzonte temporale considerato. In corrispondenza di questi risultati si ottiene un flusso di circolante che va da +204 a +224. La crescita del fatturato porta però con sé un assorbimento di risorse da parte della gestione che riduce il flusso di cassa della gestione corrente in un range che va da +156 a +197. Ipotizzando che non si necessiti di effettuare investimenti per il rinnovo degli impianti esistenti, il flusso di cassa prodotto può essere utilizzato per pagare gli oneri finanziari maturati. La conseguenza sono flussi di cassa liberi che, in un range da +47 a +180, possono servire per far fronte a possibili imprevisti, sostenere una politica degli investimenti coerente con le prospettive di crescita o, come nel caso in esame, utilizzate per ridurre l'indebitamento esistente.

Si è già detto che la volontà di riequilibrare la situazione finanziaria, e migliorare il rapporto tra debiti e capitale proprio, può portare a prendere in considerazione l'operazione di *leaseback* Verificata, attraverso le soluzioni proposte nei paragrafi precedenti, la convenienza di ricorrere a questa soluzione si può procedere con una simulazione tesa ad individuare i cambiamenti nei risultati economici dell'azienda con l'introduzione dell'operazione prospettata.

Il risultato economico, nell'arco di tempo considerato, spazia in un range che va da +18 a +206. Il flusso di circolante della gestione corrente passa da +63 a +203, mentre il flusso di cassa della gestione corrente, influenzato dall'assorbimento di risorse generato dalla crescita della società, si attesta tra +15 e +180. Il pagamento degli oneri finanziari maturati sul debito, peraltro decisamente contenuto rispetto alla situazione iniziale, porta ad evidenziare una situazione aziendale critica



durante l'operazione di *leaseback*. Si osserva infatti che, al di là del primo anno dove il surplus finanziario derivante dalla cessione del bene viene utilizzato per ridurre l'indebitamento esistente, il flusso di cassa libero risulta decisamente basso. Nei primi anni dell'operazione il flusso risulta addirittura negativo, manifestando un fabbisogno finanziario e la necessità di ricorrere a fonti esterne di finanziamento. Solo dal nono anno, al termine dell'operazione di *leaseback*, il free cash flow si eleva consistentemente portandosi sui livelli che caratterizzano il business plan redatto sotto l'ipotesi del mantenimento della proprietà del bene.

L'elemento che emerge con evidenza è quindi la difficoltà dell'impresa di far fronte ai propri impegni negli anni coinvolti nel processo di ristrutturazione finanziaria. L'effettuazione dell'operazione di *leaseback* comprometterebbe inoltre la capacità dell'impresa:

- di far fronte ad eventi imprevisi o a carattere straordinario che dovessero manifestarsi;
- di sostenere investimenti che dovessero rendersi necessari nel processo di crescita intrapreso e che conseguentemente dovrebbero essere rinviati al termine dell'operazione di *leaseback*.

Le ragioni alla base di un simile peggioramento della liquidità aziendale sono rintracciabili nel fatto che i canoni corrisposti alla società di leasing gravano in maniera eccessiva sulle risorse prodotte internamente. La semplice analisi del conto economico o degli indicatori di bilancio non è però in grado di mettere in evidenza tale aspetto, che solo con la stima dei flussi di cassa prodotti è possibile indagare.

Conseguentemente, anche per un'impresa con flussi reddituali molto consistenti, come l'azienda in esame, appare adeguato procedere con cautela all'effettuazione di operazioni tanto delicate. L'equilibrio economico e finanziario di un'impresa è infatti la conseguenza di un sistema integrato di variabili fra loro interrelate che solo una valutazione basata su molteplici elementi è in grado di gestire. In particolare, nel valutare la convenienza dell'operazione di *leaseback* si tratta di passare da una valutazione di convenienza economico-finanziaria basata sul solo costo dell'operazione (definibile come "statica") ad una valutazione economico-finanziaria complessiva (definibile come "dinamica") che punti ad individuare le conseguenze dell'operazione sulla situazione economica e finanziaria interna dell'azienda (Tabella 12).



Tabella 12 - Soluzioni per l'individuazione della soluzione finanziaria da adottare

	convenienza economico-finanziaria statica	convenienza economico-finanziaria dinamica
Obiettivo	Individuazione della soluzione più conveniente in termini di costo	Individuazione della soluzione più "adatta" all'impresa
Metodologia	Comparazione del costo, netto degli effetti fiscali, delle soluzioni proposte	Comparazione delle conseguenze economico-finanziarie per l'impresa derivanti dalle soluzioni proposte
Strumenti	Individuazione del TIR e/o VAN delle soluzioni confrontate	Individuazione del TIR e/o VAN delle soluzioni confrontate
	-	Confronto sulla base di preventivi finanziari su di un adeguato orizzonte temporale
	-	Confronto sulla base dei flussi di cassa generati nell'orizzonte temporale indagato

In particolare, una volta verificata la convenienza sotto il profilo del costo netto dell'operazione, si tratta di verificare la fattibilità dell'operazione utilizzando quali strumenti di valutazione:

- la redazione di preventivi finanziari aventi ad oggetto l'azienda nel suo complesso, redatti tenendo conto delle condizioni ambientali previste e degli obiettivi aziendali raggiungibili;
- il ricorso ai flussi di cassa per l'individuazione delle reali esigenze finanziarie dell'impresa e la valutazione dell'incidenza dell'assorbimento di risorse provocato dai canoni di *leaseback*



In conclusione, il giudizio sulla convenienza economico-finanziaria dell'operazione di *sale and leaseback*, derivante dall'individuazione della soluzione economicamente meno onerosa, rappresenta solo il primo elemento di una scelta che deve tenere in considerazione anche altri fattori. Soprattutto quando la ragione del ricorso al *leaseback* è rappresentata dalla volontà di risolvere situazioni di squilibrio finanziario, non sembra ragionevole affrontare il problema con il ricorso ad indagini parziali, limitate alla presentabilità esterna dell'azienda, poiché queste non colgono tutte le conseguenze delle scelte fatte e rischiano di peggiorare l'equilibrio finanziario. Per questo una corretta politica aziendale dovrebbe prevedere che il giudizio sulle operazioni di finanziamento da intraprendere sia il risultato di un processo di analisi "dinamico". Questo è tale solo se prescinde dalla considerazione dei soli indicatori di bilancio e si orienta verso l'indagine dei flussi di cassa, utilizzando lo strumento della previsione finanziaria come fondamento per sviluppare le analisi di supporto alle decisioni.



8. LA CREAZIONE DI VALORE CONSEGUENTE ALL'OPERAZIONE DI LEASEBACK

Dopo avere indagato la convenienza del *leaseback* rispetto a soluzioni di finanziamento alternative, e verificato il suo grado di rispondenza alla situazione economico e finanziaria dell'azienda, non rimane che valutare la creazione di valore conseguente a questa soluzione di finanziamento.

Si tratta di cogliere gli elementi e le condizioni che consentono all'operazione di *leaseback* di tradursi in un incremento di valore per l'azienda e/o per i suoi azionisti.

Per illustrare, attraverso uno schema di analisi sufficientemente rigoroso, le conseguenze del *leaseback* sul valore di un'impresa, si ricorre inizialmente ad alcune semplificazioni, via via abbandonate, utili a comprendere i termini generali della questione. Si parte quindi con il considerare un mercato in concorrenza perfetta, dove i prezzi incorporano immediatamente tutta l'informazione disponibile, e dove non ci sono imposte sul reddito, costi di transazione e nemmeno costi legati al rischio di fallimento dell'impresa.

In un mercato di questo tipo è noto che il valore complessivo di un'impresa dipende dalle previsioni circa la distribuzione dei flussi di cassa generati e non varia al mutare della struttura finanziaria³⁶.

Immaginando per semplicità che l'impresa generi un flusso di cassa (FC) infinito e costante il valore della stessa si ricava attraverso la formula matematica dell'attualizzazione di una rendita perpetua facendo:

$$1) \quad FC / k = V$$

dove k è il costo medio ponderato del capitale da remunerare ed è quindi rappresentativo del costo delle risorse finanziarie date da azionisti e da altri finanziatori, fornitori del capitale di credito, identificabili con il termine generico di *obbligazionisti*

³⁶ Il rimando è al famosissimo articolo di Modigliani e Miller (1958).



Ne consegue che il valore complessivo V , da suddividere fra tutti gli aventi diritto, corrisponde a quanto complessivamente di pertinenza degli azionisti e degli obbligazionisti.

Possiamo quindi sintetizzare quanto sopra, senza entrare nel merito delle quote a ciascuno attribuibili, suddividendo il valore complessivo (V) in due parti:

$$2) \quad V = D + A$$

dove:

- D , calcolato come rapporto tra i flussi finanziari in uscita e il tasso di remunerazione richiesto dagli investitori, rappresenta il valore di mercato del debito;
- A , calcolato come rapporto tra i dividendi distribuiti ed il tasso percentuale di remunerazione richiesto dai soci, rappresenta il valore di mercato delle azioni detenute dagli azionisti.

In una situazione di concorrenza perfetta, come quella considerata, il valore complessivo dell'azienda non muta al variare della struttura finanziaria. Nessuna particolare distribuzione/ripartizione di V tra azionisti e obbligazionisti è infatti in grado di accrescere V .

Naturalmente le cose cambiano se tra i pretendenti ad una quota del valore complessivo si inserisce un terzo soggetto che non svolge alcuna funzione di finanziamento dell'impresa, come ad esempio lo Stato reclamando le imposte sul reddito. In tal caso, fermo il valore V , occorre ricercare la combinazione *azionisti-obbligazionisti* in grado di minimizzare la quota di pertinenza dello Stato. Questa deve essere ricercata tenendo conto che la soluzione economicamente più conveniente potrebbe trovare un ostacolo nei costi legati al dissesto che una struttura finanziaria squilibrata porterebbe con sé.

Avendo per il momento escluso questi "fattori di disturbo", ci si trova nella situazione, prima evidenziata, in cui la ripartizione interna fra azionisti e obbligazionisti risulta del tutto indifferente ai fini dell'attribuzione di valore all'impresa.

Si tratta però di verificare la validità dell'affermazione in presenza di un'operazione, come quella di *sale and leaseback*, che coinvolge sia la struttura finanziaria che gli investimenti produttivi dell'azienda. Con l'operazione di *leaseback* l'impresa modifica infatti la propria struttura finan-



ziaria, riducendo l'indebitamento della stessa, ma modifica anche il lato sinistro del bilancio (quello che crea valore)³⁷ cedendo una parte dei suoi beni alla società di leasing.

Si presti comunque attenzione al fatto che l'operazione comporta il venire meno della "proprietà" del bene, ma non del suo "possesso" rimanendo questo nella disponibilità dell'impresa a fronte del pagamento di un canone periodico e con la possibilità, al termine dell'orizzonte temporale concordato, di riacquistare il bene alle condizioni previste. Conseguentemente il reddito operativo dell'impresa rimane, a parità di condizioni, il medesimo ed il valore complessivo dell'impresa non può che essere sempre pari a V . L'operazione di *leaseback* non sembra quindi creare valore per l'impresa.

Occorre però osservare che ai creditori originari, azionisti e obbligazionisti, si aggiunge ora anche la società di leasing alla quale occorre versare una quota del reddito prodotto. Il valore attualizzato dei flussi finanziari conseguenti all'operazione di *leaseback* porta quindi all'individuazione di una quota del valore complessivo dell'impresa, di spettanza della società di leasing, pari a $V(LB)$.

La conseguenza è che il valore che deve ora essere ripartito tra azionisti e obbligazionisti risulta inferiore alla situazione iniziale e pari a:

$$3) \quad V' = V - V(LB) = A' + D'$$

dove:

- A' è minore o uguale a A ;
- D' è minore o uguale a D .

A seguito dell'operazione, l'impresa si trova però ad avere una disponibilità in cassa pari a LB , l'importo corrisposto dalla società di leasing per acquistare il bene, che può essere utilmente distribuita ai soci e/o agli obbligazionisti e che quindi consente di mantenere intatta la loro dotazione di ricchezza iniziale nel caso in cui

$$4) \quad A' + D' + LB = A + D.$$

Questa, sulla base della 3), può anche essere riscritta come:

³⁷ Cfr nota precedente.



$$5) \quad A' + D' + LB = V = V' + V(LB) = A' + D' + V(LB)$$

e semplificata scrivendo:

$$6) \quad LB = V(LB)$$

dove si individua l'uguaglianza tra la valutazione del bene oggetto di *leaseback* sulla base dei flussi di cassa attualizzati, e la somma corrisposta dalla società di leasing alla società cedente.

Qualora questo non avvenisse, non ci fosse cioè l'uguaglianza fra i valori, sarebbero due le alternative possibili:

- $LB > V(LB)$ questo significherebbe che la somma corrisposta dalla società di leasing alla società che effettua l'operazione risulta maggiore di quello che è il valore del bene determinato sulla base dell'attualizzazione dei flussi di cassa. In condizioni di mercato perfetto, questo non sembra però ragionevolmente possibile traducendosi in una situazione in cui è la società di leasing che riduce il suo stesso valore e la ricchezza disponibile per i suoi azionisti ed obbligazionisti;
- $LB < V(LB)$ significherebbe che l'impresa, con l'effettuazione dell'operazione di *leaseback*, accetta di vendere il bene ad un prezzo inferiore al suo valore. In un contesto, come quello ipotizzato, in cui non ci sono imposte e rischi di fallimento questa strategia non sembra percorribile da soggetti razionali, quali quelli che dovrebbero esistere in condizioni di completa diffusione dell'informazione, che avrebbero tutto l'interesse a cedere il bene per il suo effettivo valore.

L'unica soluzione possibile sembra quindi quella dell'uguaglianza fra i valori. Se ne ricava che in un mercato in concorrenza perfetta l'operazione non aggiunge o toglie valore all'azienda nel suo complesso e questo indipendentemente dall'ammontare dell'operazione di *leaseback*.

Occorre però osservare che all'interno del medesimo valore complessivo si potrebbe verificare una riallocazione delle quote reclamate dagli azionisti e dagli obbligazionisti. Le situazioni immaginabili sono sostanzialmente due. Una prima che prevede che la somma incassata dalla cessione del bene, LB , venga distribuita ai soci ed una seconda in base alla quale la somma disponibile venga utilizzata per ridurre l'indebitamento esistente nei confronti degli obbligazionisti.

Entrambe queste situazioni portano al medesimo risultato. Viene quindi preso in considerazione il solo caso della distribuzione di un divi-



dendo straordinario agli azionisti, di importo pari a quanto incassato con la vendita del bene, ben sapendo che le medesime considerazioni valgono anche in caso di utilizzo della somma incassata per ridurre l'indebitamento esistente. Si procede quindi con l'osservare come si verifichi un incremento di ricchezza da parte degli azionisti solo se:

$$7) \quad A' + LB > A.$$

Ricordando la 3), si ha che:

$$8) \quad V' + V(LB) = V$$

e quindi, considerando la 4), anche che:

$$9) \quad A' + D' + V(LB) = A + D$$

da cui ne deriva che, stante la dimostrata uguaglianza tra $V(LB)$ e LB , si può scrivere:

$$10) \quad (A' + LB) - A = D - D'.$$

Emerge quindi come l'incremento di ricchezza maturato dagli azionisti a seguito della assegnazione di un dividendo straordinario non possa che essere ottenuto a discapito degli obbligazionisti. Alle medesime conclusioni, anche se rovesciate, si giunge in caso di utilizzo della somma incassa per ridurre l'indebitamento esistente.

Si può quindi affermare che l'uguaglianza di $V(LB)$ e di LB non modifica il valore complessivo dell'impresa, l'operazione non genera valore, e l'attribuzione di un maggior valore ad uno dei due "creditori" non può che avvenire a discapito dell'altro.

Ferme le condizioni generali dichiarate all'inizio si può quindi concludere che l'operazione di *leaseback* non solo non muta il valore complessivo di un'impresa, ma nemmeno l'equilibrio, in termini di valore attribuito, esistente tra azionisti e obbligazionisti.

Si è però già avuto modo di mettere in evidenza come le condizioni in base alle quali si è sviluppata l'analisi risultino particolarmente forti, non aderenti alla realtà ed una loro modificazione potrebbe portare a risultati divergenti da quelli ottenuti. Si tratta in particolare del rischio di fallimento, finora non considerato, e dell'assenza di imposte sul reddito, nella realtà molto importanti.



Eliminando la prima delle ipotesi formulate, l'assenza di costi per il fallimento, si osserva facilmente che:

- il valore complessivo di un'impresa che metta in atto l'operazione di *leaseback* non ha ragione di mutare: è noto che l'operazione di *leaseback* rappresenta un'operazione "di facciata" che muta la rappresentazione in bilancio, ma non la sostanza. L'impostazione del sistema contabile in Italia nasconde infatti la reale esposizione finanziaria dell'impresa, ma l'indebitamento complessivo dell'impresa non muta: entra un nuovo creditore dell'impresa, la società di *leaseback*, solitamente in sostituzione di un altro creditore finanziario. Il grado di rischio complessivo dell'impresa quindi non muta;
- è però possibile una diversa ripartizione del valore tra gli azionisti e gli obbligazionisti. Il rischio di fallimento dell'impresa porta infatti ad assegnare un differente grado di privilegio ai diversi creditori. Ricordando che il valore dell'impresa, dopo l'operazione di *leaseback*, è dato da

$$11) \quad V = V' + V(LB) = A' + D' + D(LB)$$

si ha modo di osservare come i finanziatori siano, oltre agli azionisti, due diverse categorie di creditori, gli obbligazionisti (D) e la società di leasing (D(LB)). La società di leasing, creditore in concorrenza con gli obbligazionisti, vanta però una priorità per il recupero del credito data dal possesso del bene. Ne consegue che i flussi previsti in entrata per gli obbligazionisti (D') non saranno mai più grandi di quelli originariamente previsti, ma potranno, in certe circostanze come il fallimento dell'impresa, essere consistentemente ridotti. La conseguenza sarà un valore di D' minore di D in ragione del venire meno della posizione di privilegio nel recupero del credito vantata ora dalla società di leasing³⁸. Tutto questo qualora non sia possibile per gli obbligazionisti recuperare il maggiore rischio con una maggiore remunerazione da parte dell'impresa. Chiaramente in questo caso, fermo il flusso di cassa operativo dell'impresa, il maggiore rischio verrebbe ad essere a carico degli azionisti che, in ragione dei minori flussi di cassa conseguiti, potrebbero vedersi assegnata una quota minore del valore complessivo dell'impresa.

³⁸ Per una verifica dell'affermazione si rimanda a Han Kim E., Lewellen W.G. e McConnel J.J. (1978).



In conclusione, l'operazione di *leaseback*, attribuendo un privilegio alla società di leasing, può alterare in maniera significativa il grado di rischio a carico dei creditori preesistenti all'operazione. Conseguentemente, a fronte di un medesimo valore complessivo dell'azienda, si registra una diminuzione del valore assegnato agli obbligazionisti, o agli azionisti, in ragione della possibilità data ai primi di variare le loro richieste di remunerazione per tenere conto del maggiore rischio assunto.

L'altra ipotesi che occorre rimuovere riguarda l'assenza di imposte, finora non considerate. Le implicazioni che potrebbero derivare all'analisi dalla considerazione di questo elemento sono date da:

1. differenze nel livello di tassazione che colpisce le varie imprese;
2. differenti schemi di deduzione del costo del bene.

Sotto il primo profilo possiamo considerare che esista un unico livello di tassazione per tutte le società operanti sul mercato. L'ipotesi è piuttosto ragionevole e risulta verificata anche nel contesto italiano³⁹. Questa costituisce la necessaria premessa per potere sostenere che modificazioni del leverage, conseguenti all'operazione di *leaseback*, non si tradurranno né in vantaggi né in svantaggi fiscali per l'impresa. Questo nonostante sia stata da tempo affermata la convenienza dell'indebitamento, in ragione della deducibilità degli interessi passivi⁴⁰, ed un certo grado di leverage, anche in presenza di costi legati al dissesto⁴¹, sia opportuno per minimizzare il costo del capitale e massimizzare il valore dell'impresa.

Certamente l'abbassamento del rapporto tra debiti e mezzi propri, unitamente alla ridotta capacità di indebitamento dell'impresa (privata della proprietà di un bene strumentale), rischiano di tradursi in un minore vantaggio fiscale con conseguente perdita di valore per l'impresa. L'affermazione risulta però verificata solo considerando una parte della transazione. Controparte dell'operazione di *leaseback* è infatti una società di leasing che, a seguito dell'operazione, vede accrescere il proprio attivo e la propria capacità di credito. Risulta quindi in grado di alza-

³⁹ Si intende fare riferimento all'imposta regionale sulle attività produttive (Irap) e all'imposta sul reddito delle persone giuridiche (Irpeg) che gravano su tutte le società di capitali (Spa e Srl in primo luogo) con una aliquota fissa proporzionale. Per approfondimenti sul ruolo, e sulla corretta considerazione delle imposte ai fini delle analisi finanziarie si rimanda a Donna G. (1999).

⁴⁰ Per l'analisi di M&M sui risparmi fiscali derivanti dalla deducibilità degli interessi passivi si rimanda a Modigliani F. e Miller M. (1963).

⁴¹ Per un approfondimento del tema si rimanda a Altman E.I. (1984).



re, ottimizzandolo, il proprio indebitamento. Conseguentemente i vantaggi fiscali, persi dall'impresa industriale, vengono "trasferiti" alla società di leasing. In ipotesi di accesa concorrenza fra le società di leasing questo si traduce in migliori condizioni di costo per l'operazione di *leaseback*. Il maggior carico fiscale del locatario, conseguente al minore indebitamento, può quindi essere adeguatamente compensato dalla diminuzione del costo dell'operazione di *leaseback*. In ultima analisi, si può quindi affermare che "debt capacity tax consideration, therefore, do not alter the basic character of the *sale-and-leaseback* bargain, simply because the associated effects are symmetrical for the two parties involved"⁴².

Per quel che riguarda il secondo elemento fiscale evidenziato, la deducibilità del bene oggetto di *leaseback*, si evidenzia come questo difficilmente rappresenti un elemento neutrale. La cessione del bene comporta infatti il passaggio della deducibilità dell'ammortamento dall'impresa industriale alla società di leasing. La neutralità del "passaggio" si avrebbe solo in caso di cessione del bene ad un prezzo pari al costo originariamente sostenuto ed in ipotesi che i tassi di ammortamento del bene coincidano fra i due soggetti.

Per quel che riguarda il primo aspetto, si osserva come la semplice cessione del bene ad un prezzo diverso dal costo originario modifichi il piano di ammortamento in capo alla società di leasing. In assenza di imposte sulla plusvalenza realizzata, risulterebbe quindi conveniente la cessione del bene ad un prezzo superiore al suo costo. La neutralità dell'operazione potrebbe essere mantenuta solo obbligando la società a ritornare, attraverso migliori condizioni di costo, parte del beneficio fiscale goduto.

Per quel che riguarda la coincidenza dei coefficienti di ammortamento, occorre osservare come, nella realtà, questo rappresenti il punto centrale dell'analisi. Mentre nel caso delle imprese industriali la quota di ammortamento è calcolata sulla base di coefficienti ministeriali, per le società di leasing la deducibilità del costo dei beni locati risulta effettuata sulla base di un piano di ammortamento finanziario coincidente con la durata della locazione del bene. La conseguenza è che attraverso l'operazione di *leaseback* le imprese industriali hanno la possibilità di adot-

⁴² Vedi nota precedente.



tare, seppur in maniera indiretta, il piano di ammortamento finanziario previsto per le società di leasing.

Un limite allo sfruttamento di questi vantaggi, la cessione ad un prezzo maggiore del costo e la più rapida deduzione dello stesso in capo alla società di leasing, è rappresentato: a) dalla fissazione per legge di una durata minima stabilita per l'operazione e b) dalla tassazione della plusvalenza emergente in caso di cessione del bene. Si è infatti detto in precedenza che qualora la cessione del bene avvenga ad un valore differente dal valore di libro, ed in particolare superiore a quest'ultimo, si potrebbe generare un vantaggio fiscale per la società di leasing, legato al maggiore costo deducibile, che questa potrebbe tradurre in minori costi per l'operazione. La tassazione della plusvalenza in capo al cedente avrebbe quindi l'effetto di neutralizzare comportamenti elusivi frenando il ricorso alle pratiche di cui si è detto.

In conclusione, in presenza di mercati perfetti l'operazione di *leaseback* non muta il valore complessivo dell'impresa confermando che le operazioni sul lato destro del bilancio non alterano il valore della stessa. Tenendo conto delle imperfezioni dei mercati, ed in particolare della presenza di imposte e di costi legati al dissesto dell'impresa, emergono invece due effetti in taluni casi configgenti. Le imposte rivestono un ruolo che solo attraverso avanzati sistemi di analisi risulta possibile decifrare: le imposte sul reddito giocano a favore dell'operazione di *leaseback*, contribuendo a ridurre i flussi legati al pagamento delle imposte ed elevando di conseguenza il flusso di cassa disponibile per creditori e azionisti, mentre le imposte sulle plusvalenze contribuiscono ad aggravare il costo dell'operazione di *leaseback* che deve di conseguenza essere effettuata con un prezzo di cessione il più possibile vicino al valore attuale netto del bene. Per quel che riguarda i costi del dissesto si rileva invece come gli stessi non siano in grado di alterare il valore complessivo dell'impresa, ma possano portare ad alterare l'equilibrio esistente fra le quote attribuibili ai creditori ed agli azionisti. In assenza di potere di mercato da parte dei creditori-obbligazionisti questi devono infatti accettare un aumento del rischio a loro carico derivante dal privilegio di cui godono i creditori-società di leasing, proprietari del bene utilizzato dalla società, in caso di liquidazione della stessa.



9. CONSIDERAZIONI FINALI

Il contratto di *sale and leaseback* rappresenta, per lo meno in Italia dove l'operazione è sempre stata guardata con sospetto dall'amministrazione finanziaria, una soluzione innovativa nell'ambito del mercato del leasing. Si è quindi trattato di evidenziare la competitività di questa soluzione di finanziamento rispetto alle altre.

La conseguente verifica della convenienza economico-finanziaria del *leaseback* immobiliare ha messo in evidenza che esistono ampi margini di convenienza. Questi sono però piuttosto concentrati e riguardano le situazioni in cui il bene non risulta avere ancora subito un forte processo di ammortamento.

Negli altri casi l'evidenziarsi di una plusvalenza comporta costi fiscali che pregiudicano la convenienza dell'operazione. Occorre però sottolineare che, per le imprese con un tax planning attento, anche tali combinazioni potrebbero risultare convenienti. Questo accadrebbe quando la società che effettua l'operazione risulti solo momentaneamente in perdita, ma abbia prospettive di utile fiscale negli esercizi seguenti. In tali casi può infatti risultare molto conveniente realizzare la plusvalenza per "ricaricare" il processo di ammortamento su una base più elevata.

Con riferimento al *leaseback* immobiliare, le regole operative che si possono mettere a fuoco sono quindi le seguenti:

- a) beni già consistentemente ammortizzati: il *leaseback* risulta generalmente poco conveniente. Poiché l'elemento che incide negativamente è rappresentato dalla plusvalenza da alienazione, l'operazione potrebbe risultare comunque molto conveniente per le imprese in situazione di temporanea perdita fiscale che, non pagando imposte sulla plusvalenza, avrebbero modo di "ricaricare" il bene ed avere costi deducibili negli anni successivi;
- b) beni relativamente poco ammortizzati: il contratto di *leaseback* risulta generalmente molto conveniente. Anche in questo caso vale quanto detto al punto precedente: in situazione di temporanea perdita fiscale, ed ancor più per importi elevati del contratto di leasing, il vantaggio è accresciuto dalla possibilità di non pagare l'imposta sulla plusvalenza.



Qualora invece l'azienda risulti in utile fiscale, la convenienza del *leaseback* può essere accresciuta solo da ridotti importi del contratto di leasing che generando una minusvalenza portano costi immediatamente deducibili dal reddito;

- c) indipendentemente dal grado di ammortamento: l'operazione è sempre conveniente quando l'operazione ha come scopo il riequilibrio della struttura del passivo. Per società pesantemente indebitate l'operazione di *leaseback* può rappresentare una valida alternativa all'aumento del capitale sociale. Lo scopo di abbassare il leverage viene quindi ottenuto non attraverso l'immissione di nuovo capitale a titolo di rischio, ma attraverso la riduzione dell'indebitamento bancario presente in bilancio. In questo caso il costo dell'operazione di *leaseback* deve essere confrontato con il costo dell'operazione di aumento del capitale sociale e quindi con il costo dei mezzi propri dei soci. E' noto che il costo di tali risorse risulta per le imprese piuttosto elevato e questo sia per tenere conto del profilo di rischio sia per la mancata deducibilità fiscale dei dividendi. Alle attuali condizioni di mercato, e quindi con costi effettivi dell'operazione che non superano il 5%, il *leaseback* risulta pertanto estremamente competitivo.

In conclusione, è bene osservare che l'accresciuta concorrenza nel mercato comporta una diminuzione notevole del margine di interesse delle società che vi operano. Queste necessitano quindi di mettere a fuoco linee strategiche, come piani di diversificazione e di orientamento a nuovi segmenti di clientela, tese a contrastare questo fenomeno. Sembrano quindi esistere le condizioni per sviluppare soluzioni innovative ad elevati margini, come il *leaseback*, già note ma poco utilizzate in passato a causa dell'ostile orientamento giurisprudenziale.

Naturalmente lo sfruttamento di tale segmento di mercato richiede che si combinino opportunamente la domanda e l'offerta di tali soluzioni di finanziamento. I due lati del mercato risultano infatti integrati fra loro e lo sviluppo di ciascuno di essi non può prescindere dallo sviluppo dell'altro.

Il compito delle società di leasing non deve quindi limitarsi alla formulazione di una politica di prodotto che vada incontro alle necessità espresse dalle imprese. Queste devono infatti ancora conoscere ed apprezzare il *leaseback*. Necessitano quindi di cogliere i vantaggi, non



solo economici, di questa "nuova" soluzione di finanziamento alternativa a quelle tradizionali. Del resto, lo stesso vantaggio economico del *lease-back* non è né scontato né così noto alle imprese da spingerle a ricercare il prodotto.

Se vorranno proporre tale soluzione, diverrà compito delle stesse società di leasing svolgere una campagna informativa a favore dello strumento, illustrandone i pregi e creando un prodotto, adattabile di volta in volta alle esigenze delle imprese, utile a massimizzare il vantaggio di questa soluzione di finanziamento.

Infine, occorre ricordare che il taglio di queste operazioni è generalmente elevato. Operazioni di modesto importo comportano costi fissi, in termini di istruttoria e negoziazione, troppo elevati per consentire l'applicazione di tassi d'interesse competitivi. Il taglio medio dell'operazione comporta quindi un impatto piuttosto forte della stessa sull'equilibrio economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa con la conseguente necessità di verificare la "sostenibilità" dell'operazione mediante lo studio dei flussi di cassa generati ed il ricorso allo strumento della previsione finanziaria.

Per le imprese medio-grandi tale approfondimento potrà essere condotto dai responsabili finanziari, mentre per le imprese di minori dimensioni l'analisi risulta demandata ai consulenti o alle stesse società di leasing. E' chiaro che, in quest'ultimo caso, si tratta di svolgere un ruolo consulenziale, e compiere un lavoro di analisi finanziaria, che le società di leasing dovranno proporre come un servizio preliminare da remunerarsi a parte. La semplice inclusione di questa componente di costo nel tasso applicabile all'operazione avrebbe infatti due difetti: da un lato non permetterebbe al cliente di distinguere il servizio principale, l'operazione di *leaseback*, dal servizio accessorio, la consulenza; dall'altro, eleverebbe il tasso dell'operazione con conseguenti giudizi negativi nel confronto con soluzioni di finanziamento alternative.

Si deve però rilevare che le società di leasing difficilmente spenderanno risorse in un servizio che rischia di non portare alcun beneficio ed anzi di ridurre i guadagni potenziali. I guadagni derivanti dallo svolgimento di tale servizio sarebbero infatti più che compensati dalla rinuncia ai proventi delle operazioni giudicate "non adatte", quelle per le quali l'analisi dei flussi finanziari dell'azienda avrebbe consigliato di non proce-



dere all'operazione. Meglio quindi demandare ad altri le valutazioni e massimizzare, basandosi su una semplice istruttoria, il numero di operazioni attivate. Può valere comunque la pena di evidenziare che il mercato della locazione finanziaria in Italia è legato indissolubilmente al mondo bancario, come emerge dal fatto che le prime dieci società di leasing fanno capo a un gruppo bancario. L'approfondimento della situazione economica del cliente potrebbe quindi non portare a vantaggi diretti per l'attività di locazione finanziaria, ma potrebbe rivelarsi utile sul fronte bancario. Un approfondimento sulla situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa permetterebbe infatti di:

- evidenziare tempestivamente problemi e difficoltà sul fronte economico, finanziario e patrimoniale dell'azienda rendendo possibile agli istituti di credito collegati di agire velocemente per il recupero del proprio credito;
- orientare il processo di riduzione dell'indebitamento esistente, se questa dovesse rilevarsi la ragione del ricorso al *leaseback*;
- individuare le soluzioni finanziarie migliori per ogni cliente, indirizzandolo verso opportune alternative al *leaseback* offerte dal gruppo bancario di appartenenza.



BIBLIOGRAFIA

- Aloi F., 1996, *Acquisto o leasing*, Amministrazione e Finanza, 15, pag.914-916;
- Altman E.I., 1984, *A further investigation of bankruptcy cost question*, Journal of Finance, 39, pag.1067-1089;
- Brealey R.A., Myers S.C. e Sandri S., 1999, *Principi di finanza aziendale*, Mc Graw Hill, Milano;
- Brugger G., 1983, *Le decisioni finanziarie*, in Pivato G. (a cura di), Trattato di Finanza Aziendale, Franco Angeli, Milano;
- Carretta A., 1981, *Aspetti della valutazione del leasing finanziario ed operativo in condizioni di incertezza*, in R., Carretta A. e De Martini A., *Il leasing*, Giuffrè. Milano;
- Carretta A. - De Laurentis G., 1998, *Manuale del leasing*, Egea, Milano;
- Caselli S., 1998, *La valutazione del costo*, in Carretta A. - De Laurentis G., *Manuale del leasing*, Egea, Milano;
- Copeland T.E. - Weston J.F., 1994, *Teoria della finanza e politiche d'impresa*, Egea - Addison Wesley, Milano;
- Dalocchio M., 1995, *Finanza d'azienda*, Egea, Milano;
- De Laurentis G., 1988, *La valutazione del leasing*, Giuffrè, Milano;
- De Laurentis G., *L'analisi economica dei finanziamenti aziendali*, in Bioni C. - Rossignoli B. (a cura di), 1991, *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè, Milano;
- Dessy A., 1996, *Politiche finanziarie ed indebitamento nelle piccole e medie imprese*, Egea, Milano;
- Devizzi F., 1999, *Leasing o mutuo: l'analisi di convenienza tra finanziamenti alternativi*, Amministrazione e Finanza, 18, pag. 31-35;
- Donna G., 1999, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci editore, Roma;



- Drew P., 1999, *World Leasing Yearbook 1999*, Euromoney Publication;
- Francks, Julian R, and Hodges, Stewart D., 1978, *Valuation of Financial Lease Contracts: A Note*, Journal of Finance 31, 647-669;
- Kim E.H., Lewellen W.G. e McConnell J.J., 1978, *Sale and leaseback agreements and enterprise valuation*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, december, pag. 871-883;
- Massari M., 1983, *Gli strumenti per le analisi finanziarie*, in Pivato G. (a cura di), Trattato di Finanza Aziendale, Franco Angeli, Milano;
- Myers, Stewart C., David A. Dill, and Alberto Bautista, A.J., 1976, *Valuation of financial lease contracts*, Journal of Finance 31, pag. 799-819;
- Modigliani F. e Miller M., 1958, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, American Economic Review, 48, pag.261-297;
- Modigliani F. e Miller M., 1963, *Corporate income taxes and the cost of capital: a correction*, American Economic Review, 53, pag. 433-443;
- Mottura P., 1976, *Leasing ed indebitamento: un modello di scelta in base alla valutazione dei costi comparati e dei vantaggi fiscali collaterali*, Bancaria n.6;
- Predovic D., 1995, *Le decisioni di finanziamento e la struttura finanziaria dell'azienda*, in Dallochio M., Finanza d'azienda, Egea, Milano;
- Ross S.A., Westerfield R.W. e Jaffe J.F., 1997, *Finanza aziendale*, Il Mulino, Bologna;
- Rossignoli B., 1991, *Flusso dei fondi e fabbisogno finanziario. Elementi per la programmazione ed il controllo*, in Bisoni C. e Rossignoli B. (a cura di), *Lecture di finanza aziendale*, Giuffrè editore, Milano;
- Ruozzi R., 1967, *Il leasing*, Giuffrè, Milano;
- Ruozzi R., Mottura P., Carretta A., 1977, *Leasing '80*, Giuffrè editore, Milano;
- Ruozzi R., Carretta A. e De Martini A., 1981, *Il leasing*, Giuffrè. Milano;
- Ruozzi R. (a cura di), 1982, *Leasing ed investimento del risparmio*, Giuffrè, Milano;



Smith, Clifford and L MacDonald Wakerman, 1985, *Determinants of corporate leasing policy*, Journal of Finance 40, pag. 895-908;

Soper, D.R., Munro, R.M., and Cameron, E., 1993, *The Leasing Handbook*, McGraw-Hill, New York;

Tagliavini G., *Costo del capitale, analisi finanziaria e corporate banking*, Egea, Milano;

Tirri V., 2000, *Sale and leaseback immobiliare: finalità economiche, aspetti giuridici e profili fiscali*, La Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 1, pag. 77-104.