



ASSOCIAZIONE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI DELLE TRE VENEZIE

L'INSERTO

1

Giornate di studio 1998/1999

II Giornata / Padova, 28 novembre 1998
(a cura degli Ordini di Padova e Rovigo)

LE PERIZIE DI STIMA PER LA DETERMINAZIONE DEI "CAPITAL GAIN"

Giorgio Brunetti
Università L. Bocconi (Milano)

Fabio Buttignon
Università Ca' Foscari (Venezia)

IL REGIME TRANSITORIO DEI "CAPITAL GAIN" E LA PERIZIA DI VALUTAZIONE

Dott. Primo Ceppellini

LE PERIZIE DI STIMA PER LA DETERMINAZIONE DEI CAPITAL GAIN

Giorgio Brunetti

Università L. Bocconi (Milano)

Fabio Buttignon

Università Ca' Foscari (Venezia)

1. Premessa

Alcuni recenti provvedimenti fiscali (D.Lgs. n. 461 del 21 novembre 1997) hanno introdotto, come noto, sostanziali modifiche alla disciplina dei redditi da capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria.

Tra queste è stato previsto un regime transitorio per l'imposta sostitutiva sulle plusvalenze per il quale il contribuente ha la facoltà di assumere come valore di carico "al 1° luglio 98" delle partecipazioni possedute *fin dal 28 gennaio 1991*, alternativamente:

- il valore della frazione del patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato prima del 28 gennaio 1991 (normalmente bilancio esercizio 1989 chiuso al 31.12.1989);
- il valore della frazione del patrimonio al 28 gennaio 1991 risultante da apposita *relazione giurata di stima*.

La plus-minusvalenza per le cessioni successive al 1° luglio 98 sarà determinata raffrontando il corrispettivo di cessione con il predetto valore assunto "al 1° luglio 98", *senza adeguamento con coefficiente* in entrambe le possibilità¹.

E' possibile, inoltre, aggiornare il valore delle partecipazioni possedute al 1° luglio 1998, mediante tassazione delle plusvalenze maturate fino al 30 giugno 1998 con i criteri stabiliti nel previgente regime (analitico o forfetario) e pagamento delle relative imposte.

Per la determinazione delle plusvalenze da assoggettare a tassazione in base al previgente regime, il "corrispettivo virtuale" al 1° luglio 98 è assunto, a scelta del contribuente, pari:

- al valore della frazione del patrimonio netto contabile risultante dall'ultimo bilancio approvato prima del 1° luglio 1998 (normalmente bilancio esercizio 1997 chiuso al 31 dicembre 1997);
- il valore della frazione del patrimonio al 30 giugno 1998 determinato sulla base di *relazione giurata di stima*.

Obiettivo della presente nota è quello di riflettere sui principali aspetti problematici relativi alle perizie di stima del capitale al 28 gennaio 1991 e al 30 giugno 1998 (da ora "*perizie per i capital gains*").

La normativa non si sofferma diffusamente su tali relazioni. Si specifica²:

- che si tratta di relazioni facoltative (necessarie qualora il contribuente intenda avvalersi di questa modalità di calcolo del valore di carico delle partecipazioni);
- alle quali si applica l'art. 64 c.p.civ. (relativo alla responsabilità del perito)³;
- che devono essere redatte da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori.

Due punti importanti sono sottolineati dalla circolare ministeriale 16.7.98, n. 188/E⁴:

- le relazioni devono riferirsi all'*intero patrimonio sociale* (e non ad una sua frazione il cui valore sarà determinato in proporzione al valore complessivo del patrimonio sociale)⁵;
- devono esprimere il *valore effettivo di mercato* della società e *non un valore minimo*.

Nello spirito della norma, appare evidente che si intende fare leva sulla professionalità, competenza e responsabilità del perito indipendente per il calcolo

di un valore delle partecipazioni che deve esprimere un valore complessivo del capitale (presunto) di mercato, ben distinto da un valore "minimo" o "prudenziale" quale potrebbe essere quello rilevante ad altri scopi valutativi formali e ufficiali⁶. Alla luce di questi elementi nelle note seguenti, dopo una breve premessa sui caratteri delle relazioni di stima formali, si intende soffermare l'attenzione sui seguenti aspetti problematici di queste perizie di stima:

1. la natura del valore delle partecipazioni di cui è richiesta la stima;
2. le metodologie di calcolo del valore, con particolare riguardo ai seguenti aspetti:
 - 2.1. la determinazione del patrimonio netto rettificato alla data di valutazione;
 - 2.2. la proiezione dei flussi di risultati attesi (reddituati e finanziari);
 - 2.3. la stima del tasso di remunerazione (costo) del capitale.

2. Le perizie formali di stima del valore del capitale

Le relazioni di stima del capitale si possono classificare in perizie:

- *informali* (quali potrebbero essere quelle volte ad apprezzare l'opportunità di un'acquisizione o di cessione dell'azienda o di un suo ramo);
- *formali* (utili, ad esempio, a supporto di cessioni di partecipazioni tra società correlate);
- *ufficiali*, con carattere vincolante per il richiedente e produttive di effetti giuridici (connesse, ad esempio, ad operazioni straordinarie di scorporo, trasformazione, fusione, scissione).

Le perizie di stima per i capital gains assumono chiaramente la veste di perizie "formali" (tanto che è prevista dalla legge la procedura formale di asseveramento con giuramento da parte del perito) e, dati gli effetti giuridico-fiscali che generano, possono anche qualificarsi come relazioni "ufficiali", con carattere vincolante (per il contribuente) e produttive di effetti giuridici (di tipo fiscale, civile e penale per quanto attiene la responsabilità del perito).

La redazione di una perizia di stima è un compito delicato per le responsabilità che comporta, ma è allo stesso tempo un'attività professionale stimolante e gratificante perché mette a frutto le competenze e soprattutto le capacità di analisi dell'azienda vista come sistema: il valore è, infatti, la sintesi di un ragionamento complesso sull'azienda che richiede un approccio sistemico multidimensionale (dimensione strategica, organizzativa ed economico-finanziaria).

A tal fine, le perizie di stima vanno sempre opportunamente articolare mettendo in luce le diverse dimensioni indicate:

- a. oggetto, finalità e riferimento temporale della valutazione;
- b. profilo storico dell'azienda;
- c. profilo strategico e organizzativo dell'azienda;
- d. metodi di valutazione adottati;
- e. applicazione dei metodi di valutazione;
- f. sintesi conclusive⁷.

Un punto essenziale è quello della qualificazione della nozione di capitale-valore oggetto di perizia. La dottrina aziendale ha, come noto, elaborato almeno questi concetti di capitale-valore:

- capitale netto di bilancio (o contabile)
- capitale netto a valori correnti (o contabile rettificato)

¹ L'applicazione di tale criterio è gratuita in quanto si adeguano i valori solo fino al 28 gennaio 1991, data d'entrata in vigore della normativa sui capital gain prevista dal D.L. 27/91.

² "Nei casi indicati dalla lettera c) del comma sei, nonché dalla lettera b) del comma otto, è in facoltà dei possessori determinare il valore della frazione di patrimonio netto rappresentato dai titoli, quote o diritti ivi indicati sulla base di una relazione giurata di stima, cui si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile, redatta da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori contabili. In tal caso il valore è riferito all'intero patrimonio sociale" (D. Lgs 21.11.1997 n. 461, art. 14, comma nove).

³ L'art. 64 C.P.C. prevede nella fattispecie, quali cause di non punibilità, da un lato, che "le valutazioni (siano) eseguite secondo corretti criteri di stima" e, dall'altro, che "in ogni caso, non si considerano colpose le violazioni conseguenti a valutazioni estimative ... se differiscono da quelle accertate in misura non eccedente il cinque per cento" (cfr. art. 6 del D.Lgs. 18.12.97 n. 472, così come modificato dall'art. 2 del D.Lgs. 5.6.98 n. 203).

⁴ "La relazione giurata di stima prevista dal comma nove dell'articolo 14 deve essere riferita all'intero patrimonio sociale e deve essere indicata, unitamente ai dati identificativi dell'estensore della perizia, nella dichiarazione dei redditi della società, associazione o ente, relativa al periodo di imposta in corso alla data del 1° luglio 1998. Detta relazione giurata, che deve esprimere il valore effettivo di mercato della società e non un valore minimo, deve essere resa nota a tutti i soci, associati o partecipanti che ne facciano richiesta. ..." (Circ. Min. 16.7.98, n. 188/E, punto 9).

⁵ Dal che deriva che non esistono spazi per la valutazione di eventuali "premi di maggioranza" o "sconti di minoranza" relativi alla partecipazioni dei singoli soci o gruppi di essi.

⁶ Quali le relazioni di stima connesse a:

- operazioni di trasformazione e conferimento (le quali, ai sensi dell'art. 2498 e 2343 c.civ. devono esprimere un valore "prudenziale" volto a garantire i terzi);
- operazioni di fusione e scissione (per le quali è prevista, salvo alcuni casi, una relazione di esperti regolata dall'artt 2501-quinquies, volta a determinare il valore economico del capitale, il quale, nel caso di fusione, ha anche l'obiettivo di garantire la "comparabilità" dei valori oggetto di cambio).

⁷ Si tratta, evidentemente, di un'articolazione minimale, che può e deve essere opportunamente adattata al caso specifico.

- capitale economico (o valore economico del capitale)
 - capitale di liquidazione⁸.
- Un primo punto che dobbiamo indagare è, pertanto, quello della natura del valore del capitale richiesto dalle perizie per i capital gains.

3. La natura del valore oggetto di perizia

Due elementi appaiono emergere dalla disciplina fiscale relativa a queste valutazioni: il fatto che si tratta di stimare un *valore effettivo di mercato* (ciò è espressamente indicato nella Cir.Mim. 188/E del '98 riportata in nota quattro) e che tale valore deve essere calcolato da un esperto alla luce di corretti criteri di stima. Quest'ultimo punto deriva dal fatto che tale valutazione deve essere eseguita da esperti iscritti a specifici albi professionali e che ad essa si applica l'art. 64 C.P.C. che non considera punibile una valutazione eseguita secondo corretti criteri di stima.

E' opportuno, allora, specificare il concetto di *valore effettivo di mercato determinato secondo corretti criteri di stima*.

Per quanto attiene il "valore effettivo di mercato", il Ministero, con questa espressione riportata nella circolare citata (vedi nota quattro), sembra avere sciolto i dubbi in merito alla natura del valore oggetto di stima. In effetti, così non è.

Il valore di mercato è un concetto che deve essere adeguatamente specificato, soprattutto nel caso di partecipazioni in aziende non quotate. Ciò può essere fatto, dal nostro punto di vista, ripercorrendo i concetti di valore del capitale tipici della dottrina aziendalistica (a cui il perito deve rifarsi come elemento propedeutico all'applicazione di corretti criteri di stima), a partire dalla classica (ma non agevole) distinzione tra *prezzo e valore*⁹.

In linea di massima, la perizia per i capital gains non può fare riferimento ad un prezzo effettivo di mercato, essendo l'oggetto della valutazione una partecipazione in aziende non quotate. Un problema si apre, però, nel caso in cui il capitale oggetto di valutazione sia stato oggetto di effettiva negoziazione (per una sua parte) in tempi vicini (anteriori o anche eventualmente posteriori) a quelli della data di valutazione richiesta dal fisco. In questo caso si può discutere se tale prezzo debba essere preso in considerazione o se, addirittura, possa rappresentare il riferimento principale della perizia.

La distinzione tra prezzo e valore del capitale si basa, come noto, sul fatto che il primo è riferito ad una negoziazione - effettiva (prezzo "fatto") o potenziale (prezzo "probabile") - che sconta, in ogni caso, le convenienze e i caratteri specifici del venditore e dell'acquirente e le circostanze e contingenze del contesto spazio-temporale della transazione.

Il valore richiama, invece, una grandezza monetaria tendenzialmente "generale" e quindi indipendente dalla convenienze, dai caratteri, dalle circostanze e dalle contingenze specifiche di una o più concrete transazioni.

E' chiaro, d'altro canto, che si pongono relazioni tra i due concetti. Essi tendono, teoricamente, a coincidere in presenza di un mercato dei capitali "perfetto", ove nei prezzi si riflettono tutte le informazioni sull'azienda e dove esiste una pluralità di soggetti tra in loro in concorrenza perfetta per la cessione e l'acquisizione di quote di capitale. In condizioni di più o meno marcata imperfezione dei mercati dei capitali, le due grandezze (prezzo e valore) di norma differiscono e compito istituzionale del perito è la stima del valore economico del capitale, secondo corretti criteri di stima, tenendo conto, come eventuali elementi di controllo, di prezzi "fatti" nel mercato. Questi possono rappresentare riferimenti tanto più consistenti, quanto più l'azienda si collochi in un contesto di mercato tendenzialmente "efficiente", caratterizzato, cioè, da numerose e ripetute transazioni di quote di capitale dell'azienda oggetto di valutazione e/o di aziende comparabili.

Alla luce di questi considerazioni, la presenza di eventuali prezzi "fatti"

relativamente alle quote di capitale oggetto di valutazione deve, in ogni caso, condurre l'esperto a distinguere tra prezzo e valore e a determinare quest'ultimo secondo "corretti criteri di stima". Rispetto al valore così calcolato i prezzi eventuali possono fungere da utili elementi di verifica e controllo. Il valore di stima può, comunque, divergere dal prezzo "fatto" (in negativo o in positivo): spetterà al perito illustrare i fattori per i quali si è rilevata tale divergenza, negativa o positiva.

Un problema a latere è quello relativo al caso in cui i prezzi "fatti" si riferiscano a un tempo successivo rispetto alla data fiscalmente rilevante. Se i prezzi sono utilizzati nella logica qui indicata (come elementi di verifica e controllo) non ci sembra sussistano ostacoli a considerare anche prezzi successivi alla data di valutazione. Tali prezzi, per un raffronto consistente, potranno essere opportunamente attualizzati alla data di perizia¹⁰. Non ci sembra si possano individuare limiti temporali definiti entro i quali considerare tali prezzi. Fa parte della discrezionalità del perito giudicare la ragionevolezza del riferimento temporale del prezzo, nella consapevolezza che, tanto più è lontana la manifestazione temporale del prezzo considerato rispetto alla data della perizia, tanto maggiori saranno le motivazioni che ne possono giustificare una discrepanza rispetto al valore di perizia.

In sintesi, sulla relazione tra prezzi fatti e valore di perizia ci sembra si possa concludere con la seguente *prima ipotesi valutativa*:

il valore della perizia per i capital gains non può assumere, né come valori esclusivi, né come valori principali, eventuali prezzi effettivi delle partecipazioni (anteriori o posteriori alla data di perizia). Tali prezzi - opportunamente attualizzati alla data di valutazione - possono essere utilizzati come elementi di verifica e controllo del valore di perizia, calcolato secondo corretti criteri di stima.

Un secondo aspetto da indagare, relativamente alla relazione tra prezzi e valore, riguarda la considerazione di eventuali *prezzi probabili di mercato*, cioè di un prezzo al quale la partecipazione oggetto di perizia poteva essere scambiata. Tali prezzi sono concretamente ipotizzabili solo in presenza di *multipli di mercato significativi* relativi a transazioni di quote di capitale di aziende simili a quelle oggetto di perizia e/o in presenza di *metodi empirici* che, nel settore in cui l'azienda si colloca, godano di ampio credito (siano o siano stati, cioè, ampiamente utilizzati in perizie di stima)¹¹. In tempi recenti, la presenza di tali condizioni in alcuni contesti valutativi ha fatto emergere la considerazione dottrinale che i prezzi relativi a numerose e frequenti transazioni di capitale di aziende comparabili possano costituire *prezzi probabili di mercato*, utili (anche se mai in via *esclusiva*) anche per la stima del valore economico del capitale¹². In particolare, tali prezzi sono utilizzabili come elementi di controllo per la verifica del valore principale determinato in via analitica (soprattutto attraverso metodi fondati sui flussi, quali quelli finanziari e reddituali).

Alla luce di questo fatto e delle considerazioni prima svolte tra prezzo e valore (estensibili evidentemente anche a questa nozione di prezzo), ci sembra opportuno osservare che, nelle limitate circostanze in cui tali elementi (multipli o metodi empirici) siano significativamente rinvenibili, essi non possono costituire elementi esclusivi o principali per la stima del valore di mercato del capitale secondo "corretti criteri di stima". Così come i prezzi fatti, possono però emergere come utili elementi di verifica e controllo del valore di perizia. In sintesi si giunge alla seguente *seconda ipotesi valutativa*:

il valore della perizia per i capital gains non può assumere, né come valore esclusivo, né come valore principale, eventuali prezzi probabili di mercato. Tali prezzi possono essere calcolati in presenza di significativi multipli di mercato o altri consolidati metodi empirici di valutazione ed utilizzati come

⁸ A queste nozioni si stanno, via via, affiancando (anche alla luce del "fermento" nel mercato del controllo delle aziende) i concetti di *prezzo probabile di scambio* e di *valore potenziale del capitale*. Il primo fa riferimento al prezzo che, date le condizioni del mercato per il controllo delle aziende, potrebbe essere probabilmente realizzato dalla cessione dei diritti di proprietà sul capitale aziendale (tale prezzo, stimato dapprima a livello complessivo, può essere poi articolato secondo la quota di possesso nei suoi effetti sui meccanismi di controllo). Il prezzo probabile di scambio può essere stimato a partire dalla elaborazione di dati di mercato (multipli del prezzo rispetto a grandezze economico-finanziarie, quali: reddito netto, reddito operativo, margine operativo lordo, ricavi dalle vendite). Il *valore potenziale del capitale* (introdotto da Guatri), nella nostra interpretazione, si riferisce al valore che uno specifico gruppo di controllo (tra cui l'attuale) potrebbe trarre dal governo dell'azienda in una prospettiva di medio-lungo periodo. Esso comprende, pertanto, sia la capacità di reddito attuale dell'azienda, sia il valore delle opzioni di sviluppo futuro che si aprono all'attuale o al nuovo gruppo di controllo. In tal senso, il valore potenziale si specifica nel:

- valore potenziale (limite) di cessione (prezzo minimo rispetto al quale il venditore è teoricamente disposto a cedere il controllo dell'azienda);
- valore potenziale (limite) di acquisizione (prezzo massimo rispetto al quale un acquirente sarebbe teoricamente disposto ad acquistare il controllo dell'azienda).

Quest'ultimo è condizionato anche dalle sinergie che si possono attivare dall'integrazione dell'impresa nella nuova combinazione produttiva. Di queste sinergie, qualora siano accessibili a più soggetti acquirenti, potrebbe tenere conto, però, anche il venditore nel definire il proprio valore potenziale di cessione.

Per un'ampia discussione dei concetti "tradizionali" di capitale-valore e di queste nuove tendenze si rinvia ai testi citati nella nota successiva.

⁹ Tra i testi più recenti a cui si può fare riferimento, anche per la parte successiva della trattazione, si citano: P. Capaldo, *Reddito, capitale e bilancio di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998; M. Cattaneo, *Principi di valutazione del capitale d'impresa*, Il Mulino, Bologna, 1998; L. Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998; M. Massari, *Valutazione*, McGraw-Hill Italia, 1998; G. Zanda e altri, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1997, 3^a ed. Per una recente, ampia e approfondita trattazione del metodo finanziario (oltre al citato testo di Massari) si segnala: A. Damodaran, *Manuale di valutazione finanziaria*, McGraw-Hill, Milano, 1996.

¹⁰ Il tasso di trasferimento dei valori nel tempo sarà dato dal saggio di remunerazione del capitale proprio (costo del capitale) nominale (comprensivo cioè dell'inflazione).

¹¹ Per un ampio esame di tali metodi riferiti a vari settori si rinvia ai testi sopra citati, tra cui, in particolare, quello di Guatri. Nella perizia riferita al 28 gennaio 1991 può essere opportuno fare riferimento, anche per altre questioni al seguito indagate, all'edizione del testo di Guatri anteriore a quella data (L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1990).

¹² Sul punto si consulti: Massari il quale afferma che "... la contrapposizione tra *valore* e *prezzo*, tipica della letteratura economico-aziendale, merita una riflessione. E' fuor di dubbio che i due concetti siano nettamente separati sul piano logico. Tuttavia, partendo da tale contrapposizione si è spesso sostenuto che solo il valore (di capitale economico) poteva formare oggetto di stima; il prezzo era invece solo il risultato di un fatto negoziale, e dunque non razionalizzabile.

Anche tale ragionamento era frutto dei tempi. In un mercato delle acquisizioni estremamente limitato, i prezzi fatti non consentono infatti comparazioni o la ricerca di elementi di uniformità. Se invece il mercato è sviluppato, diventa possibile comprendere e generalizzare i processi che portano alla definizione dei valori di acquisizione. Di conseguenza, è anche possibile stimare il più probabile *prezzo* di un'impresa. Ciò, perlomeno, con riferimento a uno specifico scenario industriale ed economico assunto quale termine di riferimento per la stima." (Massari, op. cit. pp. 184-185). A tal fine l'Autore approfondisce le logiche per la stima del "probabile prezzo di mercato" (pp. 191 ss.), fondate:

- sul metodo dei multipli (con riferimento sia ai prezzi di società comparabili quotate in borsa sia a recenti transazioni sul mercato del controllo);
- su altri metodi empirici (che stabiliscono una relazione tra certe grandezze aziendali e valore).

elementi di verifica e controllo del valore di perizia, calcolato secondo corretti criteri di stima.

A questo punto, ci sembra sostenibile la puntualizzazione che il “valore effettivo di mercato” secondo “corretti criteri di stima” debba intendersi come valore “generale”, tendenzialmente indipendente dalle “condizioni soggettive di negoziazione”. Tale valore, come si è detto, è quello che la dottrina indica come “valore economico del capitale” o “capitale economico”, che, ai nostri fini, risulta utile definire come “...quella particolare configurazione del capitale che si intende determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento nell’ottica del perito indipendente”¹³.

La determinazione del valore “generale” di mercato costituisce, quindi, la missione del perito indipendente chiamato dalla norma fiscale al calcolo del valore delle partecipazioni. Tale “posizione” è tipica, peraltro, di altre situazioni valutative in cui è richiesto di effettuare un “equo riscontro informativo” tra le parti, per esplicita indicazione di legge o per accordo tra le parti interessate alla valutazione del capitale¹⁴. In questa situazione si potrebbe affermare che si tratta di impostare un “equo riscontro informativo” tra contribuente e fisco in merito al valore di mercato del capitale.

La terza ipotesi valutativa che qui si pone è, pertanto, la seguente:

il valore della perizia in esame deve esprimere il valore effettivo di mercato delle partecipazioni secondo corretti criteri di stima. Il valore effettivo di mercato deve intendersi come valore “generale” o valore economico del capitale o capitale economico, che assume l’ipotesi di trasferimento del complesso aziendale a condizioni indipendenti da specifiche condizioni soggettive delle parti coinvolte nella transazione e che rappresenta tipicamente la posizione del perito indipendente.

La perizia di stima del capitale economico è volta, come noto, a ricercare un valore dotato dei seguenti caratteri¹⁵:

- generalità (deve prescindere dai caratteri e dagli interessi delle parti coinvolte in un’eventuale negoziazione di quote di capitale);
- razionalità (deve fondarsi su metodi concettualmente sostenibili e “convalidati” dalla dottrina)
- dimostrabilità e possibilmente obiettività (il metodo di calcolo prescelto deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati credibili).

Nella perizia di valutazione del capitale economico devono così trovare adeguata specificazione i seguenti elementi:

- a. la natura del valore economico oggetto di calcolo (generale, razionale, dimostrabile e tendenzialmente obiettivo) e i suoi diversi caratteri rispetto ai prezzi di mercato (effettivi o potenziali);
- b. il metodo o i metodi utilizzati (distinguendo tra metodo/i principale/i e metodo/i di controllo) e le ragioni che hanno portato al loro utilizzo;
- c. le modalità di applicazione dei metodi utilizzati e le ipotesi, stime e congetture che necessariamente accompagnano il calcolo;
- d. l’interpretazione e la giustificazione di eventuali divergenze tra valori emersi con il metodo/i principale/i e il/i metodo/i di controllo, nonché tra questi ed eventuali prezzi di mercato (effettivi o potenziali).

La specificazione dei metodi di valutazione adottati (nonché delle ragioni che hanno portato alla loro utilizzazione) e l’esplicitazione delle ipotesi, congetture e stime che accompagnano la concreta applicazione dei metodi costituiscono, come si è detto, un aspetto fondamentale del calcolo di un valore generale, razionale, dimostrabile e tendenzialmente obiettivo. Alle particolarità connesse all’applicazione dei diversi metodi di valutazione del capitale economico in questa specifica perizia sono dedicate le pagine successive.

4. I metodi di calcolo del capitale economico (aspetti particolari nelle perizie per i capital gains)

I metodi razionalmente più sostenibili per le valutazioni di capitale economico si fondano sull’attualizzazione dei flussi di risultato prospettici. Essi possono essere classificati in tre categorie:

- metodi fondati sui flussi di reddito (attesi futuri);
- metodi fondati sui flussi di dividendo (redditi distribuibili futuri);
- metodi fondati sui flussi di cassa (attesi futuri).

In via teorica, la corretta applicazione di queste tre famiglie di metodi, entro un orizzonte temporale illimitato, dovrebbe condurre al medesimo valore di capitale economico. In via operativa, si ricorre generalmente a versioni “semplificate” di tali metodi che possono condurre a valori divergenti (anche significativamente) e che sovente sono integrate con valutazioni “patrimoniali” (semplici o complesse), che mirano a congiungere i valori fondati sui risultati attesi con

elementi “dimostrabili” e “obiettivi”, quali sono, a volte, i valori di patrimonio¹⁶. Nel concreto, a partire da una chiara consapevolezza dei valori fondati sui metodi razionalmente accettabili, il perito dovrebbe scegliere, tra i vari metodi semplificati (reddituari, finanziari, patrimoniali, misti), quello o quei metodi che sembrano meglio esprimere (in via razionale, dimostrabile e possibilmente obiettiva) le fondamenta del valore dell’azienda oggetto di valutazione. Così, ad esempio, se la componente patrimoniale del valore risulta significativa e obiettivamente misurabile (ciò accade se le componenti tangibili o intangibili del patrimonio possono essere bene identificate e valutate e rappresentano condizioni di produzione critiche per la generazione di valore nell’azienda), essa potrà essere utilizzata come elemento indicativo della redditività normale e quindi del valore economico.

La scelta del metodo o dei metodi principali di valutazione del capitale economico è un aspetto, ampiamente discusso e sviluppato nei dettagli dalla dottrina, che il perito dovrà risolvere, di volta, in volta, tenuto conto dei caratteri specifici dell’azienda. Qui vogliamo porre in evidenza una serie di aspetti particolari che sembrano emergere nelle valutazioni per i capital gains.

I punti di maggiore interesse riguardano, evidentemente, la valutazione al 28 gennaio 1991, trattandosi di un calcolo retroattivo di un valore economico del capitale, che si fonda, tipicamente, su flussi di risultati attesi. Alla valutazione a quella data faremo, pertanto, prevalente riferimento.

Prima di affrontare numerosi aspetti tecnici relativi ad una valutazione di capitale economico retroattiva al 28 gennaio 1991, è necessario porre una questione di fondo, dalla quale dipende la soluzione tecnica di numerosi problemi al seguito affrontati. Tale questione fondamentale può essere così formulata: *la prospettiva valutativa in cui si pone il perito* è, alternativamente:

(a) quella di un soggetto che avesse effettuato la stima di capitale economico a quella data, con le sole informazioni disponibili a quella data (compresi budget, piani strategici e studi di settore);

(b) quella di un soggetto che è chiamato a ricostruire oggi un valore ad una data precedente sulla base delle informazioni d’impresa e d’ambiente relative a fatti effettivamente verificatisi.

E’ evidente che si tratta di una questione cruciale che orienta e vincola notevolmente le modalità d’applicazione dei metodi di valutazione del capitale, oltre che influenzare la scelta medesima del metodo da utilizzare.

Se si adotta la seconda prospettiva, appaiono, ad esempio - in qualsivoglia fattispecie e situazione d’azienda - razionali, dimostrabili e obiettivi valori fondati sui flussi di risultato (reddituale o finanziario) anche su un arco temporale piuttosto esteso (otto anni dal 1991 al 1998 compresi)¹⁷.

A noi sembra che, se si vuole stimare un valore generale di mercato secondo corretti criteri di stima ad una certa data, occorre collocarci nella prospettiva dei valori che potevano essere correttamente calcolati e ragionevolmente prospettati a quella data. Poiché lo spirito della legge è quello di disporre di un valore effettivo di mercato alla data del 28 gennaio 1991, il valore di capitale economico (inteso come valore generale di mercato o prezzo “teorico”) non può che essere stimato dal perito ponendosi nella posizione di un valutatore indipendente a quella data, con le informazioni che potevano essere disponibili in quel periodo. Di qui deriva la quarta ipotesi valutativa qui proposta:

la perizia di stima del valore di mercato delle partecipazioni in esame deve essere realizzata assumendo la prospettiva di un valutatore alla data di riferimento della stima (28 gennaio 1991 o 30 giugno 1998). Il che significa assumere, per la valutazione al 28 gennaio 1991, che debbono essere utilizzate, in via esclusiva, le sole informazioni consuntive o prospettiche disponibili a quella data.

E’ chiaro che assumere questa prospettiva, ad oggi, rappresenta una forzatura della realtà e che, in qualche misura, la stima sarà inevitabilmente condizionata dalla conoscenza delle vicende aziendali e d’ambiente successive alla data di valutazione. Un conto, però, è accettare consapevolmente questo fatto come circostanza caratterizzante questa perizia “retroattiva”, cercando anche, per quanto possibile, di mitigarne gli effetti (nella scelta dei metodi e nella loro applicazione). Un altro, è assumere direttamente le informazioni che scuriscono dalla dinamica economica effettiva e riportarle, pur con opportune rettifiche e integrazioni, alla data della valutazione¹⁸.

Un altro aspetto che può essere previamente indagato è quello relativo alle connessioni che si possono porre tra eventuali valutazioni al 28 gennaio 1991 e al 30 giugno 1998. In particolare, ci si può chiedere se siano applicabili metodi

¹³ Zanda e altri, *op.cit.*, p. 6, a cui si rinvia per l’approfondimento del concetto in esame, anche con ampi riferimenti bibliografici. Osservano gli Autori che “affermare che la stima di capitale economico non deve tener conto delle condizioni soggettive delle parti non significa, ovviamente, dire che essa sia oggettiva *in re ipsa*; all’opposto, essendo il capitale economico una quantità astratta, il suo processo di valutazione si fonda su ipotesi e congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo, pertanto, a stime differenti anche in riferimento alla medesima impresa; è da attendersi tuttavia che, stante la competenza dei periti, lo spettro dei valori determinabili non sia eccessivamente ampio” (Zanda e altri, *op.cit.*, p. 11-12).

¹⁴ Situazioni tipiche nelle quali il perito è chiamato ad una valutazione di capitale economico sono quelle di valutazione dei conferimenti in natura *ex art.* 2343 c.c., quelle di valutazione della congruità del rapporto di cambio in caso di fusione o scissione (*ex art.* 2501 *quinquies* c.c. e 2504 *novies*).

¹⁵ Guatri, *op.cit.*, pp. 41 ss.

¹⁶ Per un ampio esame si rinvia, tra gli altri, a Zanda e altri, *op.cit.* e a Capaldo, *op.cit.*

¹⁷ Si tenga presente che l’applicazione dei metodi fondati sui flussi di risultato attesi solo in talune situazioni (caratterizzate da elevata prevedibilità dei risultati) si estende oltre i cinque anni (e, in casi di elevata turbolenza, può anche fondarsi su un orizzonte di proiezione analitica di tre anni).

¹⁸ Il punto è al seguito sviluppato.

diversi nelle due perizie riferite alla medesima azienda, siano esse svolte dal medesimo perito o da periti diversi (il caso più tipico potrebbe essere quest'ultimo)¹⁹.

Sono evidenti particolari vantaggi che si potrebbero conseguire in talune situazioni con questa impostazione. Nel caso di un'azienda che si sia notevolmente sviluppata, si potrebbe, ad esempio, adottare un metodo finanziario al 28 gennaio 1991 (che sconta le prospettive di sviluppo) e un metodo misto al 30 giugno 1998 (in molte situazioni maggiormente "prudenziale" in quanto ancorato ai risultati conseguiti rapportati al patrimonio utilizzato). Al di là di questi vantaggi (che potrebbero essere evidenti anche all'Erario), è opportuno riflettere sulla sostenibilità di questa impostazione.

In linea generale, nulla vieta che periti diversi utilizzino, per la medesima azienda, anche alla medesima data, metodi diversi di stima del capitale economico, che trovino in ogni modo razionale e dimostrabile applicazione. Nel caso di controversie o, comunque, nella necessità di giungere ad un valore unico di riferimento, è chiaro, d'altro canto, come eventuali valori divergenti debbono trovare sintesi in un valore unico, che potrà mediare tra valori diversi o, meglio, privilegiare quello che sembra meglio adatto a riflettere i caratteri economici dell'azienda in esame.

Nel caso specifico, trattandosi della medesima azienda, la possibilità di utilizzare metodi diversi in date diverse sembra sostenibile nel caso in cui i caratteri dell'impresa siano mutati in modo così rilevante da suggerire il cambiamento del metodo principale di valutazione del capitale economico. Se questa non è la situazione, l'utilizzo di metodi diversi appare una pratica discutibile, al di là dei vantaggi fiscali che ne possono conseguire (e che porterebbero, peraltro, a valutare criticamente questa scelta).

In sintesi, se le ragioni che hanno condotto ad utilizzare un metodo nel passato (al 28 gennaio 1991) sono sostenibili, non si scorgono motivazioni valide per il suo mancato utilizzo al 30 giugno 1998, a meno che non si rilevi che la struttura dell'azienda è radicalmente mutata, rendendo razionale il cambiamento del metodo principale di apprezzamento del capitale economico. La disponibilità dei dati non ci appare motivazione sufficiente per sostenere il passaggio ad altro metodo, soprattutto se tale mutamento comporta evidenti vantaggi fiscali (che apparirebbero come le vere ragioni del cambiamento).

Alla luce di questi elementi preliminari, relativi alla prospettiva di valutazione e alle connessioni tra le due (eventuali) perizie, si passa a discutere di alcuni aspetti relativi all'applicazione dei diversi metodi di valutazione. In particolare, ci si sofferma sui seguenti elementi critici della valutazione al 28 gennaio 1991:

1. la ricostruzione della situazione patrimoniale rettificata;
2. la definizione dei flussi di risultato (reddituale o finanziario);
3. la scelta del tasso di remunerazione (costo) del capitale.

4.1 La situazione patrimoniale rettificata al 28 gennaio 1991

La costruzione della situazione patrimoniale a valori aggiornati ("correnti") alla data di valutazione costituisce un processo necessario per la stima del capitale economico, indipendentemente dal metodo principale di valutazione che si voglia utilizzare. Se il metodo si fonda "in via diretta" sui valori patrimoniali (così come accade nei metodi patrimoniali e misti) la criticità di tale valutazione è evidente. Se il metodo si fonda sui flussi di risultato attesi (siano essi reddituali o finanziari), la situazione patrimoniale iniziale costituisce un input essenziale per:

- a. il calcolo dei flussi di risultato prospettici (effettuato a partire dalla situazione iniziale di capitale investito e struttura finanziaria);
- b. una prima verifica di realismo e sostenibilità dei flussi prospettici (ad influenzare i quali concorrono le condizioni patrimoniali iniziali a disposizione dell'azienda);
- c. la stima del costo del capitale (a partire da una definita struttura finanziaria);
- d. l'identificazione delle attività operative ed extra-operative (per le quali si procederà ad una distinta valutazione);
- e. la verifica della posizione finanziaria netta (che, nelle applicazioni *unlevered*, andrà a sommarsi algebricamente al valore delle attività operative fondate sui flussi attesi) e la cui determinazione deve tenere conto delle "connessioni" tra le diverse voci del patrimonio²⁰;
- f. il calcolo, in certe situazioni, del valore residuo (che in taluni casi può fondarsi sul valore patrimoniale finale, calcolato anche a partire dal valore iniziale).

Un primo aspetto critico per la redazione della situazione patrimoniale iniziale

in questa valutazione è quello della situazione contabile di riferimento. Nella tipica situazione di assenza di una chiusura contabile al 28 gennaio 1991, il riferimento iniziale non può che essere l'ultimo bilancio disponibile alla data di valutazione (tipicamente 31 dicembre 1990, salvo altre date di chiusura dell'esercizio aziendale). La situazione patrimoniale contabile dell'ultimo bilancio disponibile alla data del 28 gennaio 1991 dovrebbe poi essere integrata e rettificata tenuto conto di:

- a. il risultato dell'esercizio dall'ultima chiusura alla data della valutazione (tipicamente: 1° gennaio 1991- 28 gennaio 1991);
- b. i valori correnti delle attività e passività (con i connessi effetti fiscali latenti).

Il primo punto non sembra sollevare eccessive difficoltà qualora si accetti una stima ipotetica del reddito infrannuale sulla base del risultato complessivo dell'esercizio in corso al 1991 (che potrebbe essere attribuito in proporzione ai ricavi del periodo rispetto ai ricavi totali dell'esercizio o ad altre logiche che il perito ritenga sostenibili).

Più problematico il secondo punto, soprattutto in considerazione del fatto che molti elementi ed informazioni relativi a quella data possono non essere agevolmente ricostruibili. Per questo aspetto, si ripercorrono i diversi elementi che compongono il patrimonio per soffermarsi su quelli che sembrano essere i valori più critici, utilizzando per le rettifiche tutte le informazioni che si possono rendere disponibili. In assenza di queste si possono accettare i valori contabili o procedere a rettifiche sulla base di stime e congetture. Così ad esempio:

- per i *crediti*, si può procedere alla rettifica del fondo rischi se si dispone di elementi relativi a mancati incassi di crediti in misura superiore a quella ipotizzata negli accantonamenti fino alla data (in caso di mancata o parziale rettifica occorre valutare se il mancato incasso sia dipeso da eventi e circostanze eccezionali che non potevano essere anticipate alla data di valutazione);
- per il *magazzino*, la rettifica appare proponibile solo in presenza di una contabilità di magazzino affidabile che consenta di risalire ai valori delle rimanenze di magazzino in diverse ipotesi di movimentazione (Lifo, Fifo, Costo medio ponderato), scegliendo, in tal caso, il valore più prossimo ai valori correnti;
- per le *immobilizzazioni materiali*, nei casi in cui non sia proponibile l'utilizzo di una specifica perizia di supporto alla data di riferimento della valutazione (che potrebbe rendersi opportuna qualora questa componente del patrimonio sia particolarmente rilevante e critica per l'economia dell'azienda oggetto di stima), si potrebbe procedere al calcolo di un costo storico "rivalutato" in base a coefficienti di variazione dei prezzi della categoria dei beni ai quali il cespite fa riferimento. Il fondo ammortamento può essere poi ricostruito tenuto conto della residua possibilità di utilizzo di tali beni, così come poteva emergere a quella data. E' evidente che un calcolo di questo tipo può essere ragionevolmente prospettato in presenza di valori comunque significativi di queste componenti patrimoniali, tale da giustificare il "costo" di questa valutazione;
- per le *immobilizzazioni immateriali*, si può procedere all'analisi dei valori con riferimento ad ogni specifica immobilizzazione. Quelle che rappresentano pure capitalizzazioni di costi (per quanto opportune nel calcolo economico d'esercizio) possono essere eliminate, quelle connesse a beni specifici possono essere rivalutate, se si dispone di elementi a supporto di tale operazione. Se siamo in presenza di beni immateriali specifici (escluso quindi l'avviamento) acquistati a titolo oneroso si può prospettare la ripresa del valore lordo, la loro rivalutazione alla data di valutazione e l'eventuale riconsiderazione dei fondi ammortamento in base alla residua capacità di utilizzo. In taluni casi, se si privilegiano metodi fondati sui risultati (reddituale o finanziari) si può rendere opportuno non considerare tali beni nel patrimonio (e i connessi costi di ammortamento nel conto economico), che verrebbero così ad essere ricompresi nel valore di avviamento (in senso lato inteso), determinato come differenza tra valore economico del capitale e capitale netto rettificato (al netto delle immobilizzazioni immateriali);
- per le *partecipazioni* è necessario valutare se emergono posizioni di controllo o meno. In quest'ultimo caso, si può procedere alla rivalutazione del valore di bilancio in base a tutte le informazioni di cui si poteva disporre alla data (tra cui il bilancio della partecipata ed eventuali perizie di stima del valore economico del capitale). Per le *partecipazioni di controllo*, è evidente che sarebbe opportuno fare riferimento ad un bilancio e a un valore economico consolidato di gruppo, qualora ne ricorrano le condizioni teoriche (opportunità di consolidare) e pratiche (disponibilità concreta di tale

¹⁹ Un altro problema connesso è quello della eventuale presenza alla data di una pluralità di perizie redatte da soggetti diversi (per singoli soci o per gruppi di essi o per altre circostanze). Pur ammettendo la possibilità che periti diversi giungano a valori differenziati del capitale aziendale e che, nella specifica prospettiva dei singoli soci, possano evidenziarsi valori diversi (per tenere conto, ad esempio, della rilevanza della partecipazioni ai fini del controllo), la soluzione di questo problema sembra abbastanza agevole considerando il fatto che la legge specifica che il valore di perizia per i capital gains deve essere unico, riferito all'intero patrimonio aziendale, e indicato nella dichiarazione dei redditi della società, a cura degli amministratori. In presenza di perizie diverse con valori differenziati sarà compito degli amministratori e dei soci medesimi giungere ad un accordo in merito al valore di perizia da prendere in considerazione ai fini del calcolo del valore (unico) "effettivo" di mercato del capitale della società.

²⁰ In particolare, risulta essenziale valutare la posizione nei confronti dei clienti, fornitori ed altri debitori e creditori "operativi". Se i crediti e debiti connessi rientrano nel normale ciclo degli incassi e pagamenti essi costituiscono, a tutti gli effetti, elementi del patrimonio operativo (inclusi nel capitale circolante netto operativo). Se si è in presenza di posizioni particolari (quali tipicamente dilazioni "straordinarie" del debito verso i fornitori connesse a tensioni finanziarie strutturali o meno), una quota di valori finanziari "operativi" potrebbe essere inclusa nella posizione finanziaria netta iniziale.

bilancio). Se, pur in presenza dell'opportunità di consolidamento (esistenza di significativi scambi intragruppo), non si dispone di informazioni economiche consolidate, è necessario effettuare una simulazione di situazione patrimoniale e di conto economico consolidati che possa essere utile per la stima del capitale economico. Se gli scambi intragruppo non sono significativi, si può procedere alla distinta valutazione del capitale economico delle partecipate. Il valore così ottenuto, ponderato per la percentuale di proprietà, andrà a sostituirsi al valore contabile della partecipazione.

Il saldo delle rettifiche patrimoniali farà emergere, come di consueto, un valore fiscale latente, che andrà stimato in base alle consuete logiche, per l'analisi delle quali può essere utili riferirsi alle pubblicazioni dottrinali alla data della valutazione²¹.

4.2 I flussi di risultato attesi al 28 gennaio 1991

I flussi di risultato – reddituale o finanziario – attesi futuri rappresentano, come noto, il punto centrale della stima del valore economico del capitale. Ciò accade, ovviamente, se si assume come criterio principale il metodo reddituale o il metodo finanziario, ma vale anche quando si fonda la valutazione su metodi misti (patrimoniali-reddituali), largamente utilizzati nella perizia di stima di realtà di aziende industriali e commerciali. Nei metodi misti, dato il capitale netto rettificato (K) come valore iniziale, si procede ad accertare se le potenzialità di reddito (espresse dal reddito medio normale atteso, R) dell'azienda sono tali da prospettare una congrua remunerazione di tale capitale (al tasso prescelto, i^1), oppure se siamo in presenza di una sovra o una sotto-produzione di reddito, con conseguente presenza di un valore di avviamento positivo o negativo²² (calcolato come $a_{n,i}^2 (R - i^1 K)$).

A ben vedere, le potenzialità di reddito hanno un ruolo anche nei metodi patrimoniali (applicabili, ad esempio, nelle aziende a forte contenuto immobiliare o finanziarie-pure), dato che la stima dei cespiti immobiliari si basa, oltre che su stime di prezzo di mercato e di costo di ricostruzione, anche sulle potenzialità di reddito di tali beni. Nei metodi patrimoniali complessi, infine, è noto che la valutazione delle immobilizzazioni immateriali “nascoste” (non espresse nel capitale di bilancio quantunque rettificato) si fonda anche e soprattutto su stime di capacità di reddito di tali beni e, inoltre, la stima di un complesso patrimoniale fondata sulla ricostruzione dei valori immateriali non può non trovare una verifica nelle potenzialità di reddito (o di generazione di cassa) del complesso aziendale entro cui tali beni trovano identità e significato economico. Ciò detto (riassumendo solo brevemente e alquanto parzialmente la cospicua dottrina e pratica professionale), si scorgono alcuni problemi tipici di questa stima “retroattiva”. Il punto essenziale riguarda, evidentemente, le modalità di trattazione dei risultati che, in una normale valutazione di capitale economico, possono essere solo prospettati, e che in questo caso, invece, si sono già realizzati (per otto anni dal 1991 al 1998 inclusi).

Nelle perizie di stima del valore di mercato (generale) del capitale, si considerano, tipicamente, queste classi di flussi di risultato (reddituale o finanziario):

- risultati consuntivi (“realizzati”) degli ultimi esercizi (il numero varia secondo il settore in cui opera l'azienda e al suo stadio evolutivo: da un numero notevole di anni se il settore è maturo e ciclico e l'azienda vi opera da tempo ad un numero molto limitato se il settore è emergente e/o l'azienda ne è un nuovo protagonista);
- risultato “preconsuntivo” del periodo di valutazione;
- risultato programmato a “budget” (la cui affidabilità dipende dalla qualità con cui è formulato e governato tale strumento direzionale all'interno della

specifico azienda);

- risultati prospettati nel piano strategico aziendale (se l'azienda utilizza questo strumento di direzione);
- risultati “tendenziali” o “di scenario” successivi al periodo di piano.

Questi ultimi risultati “tendenziali” sono anche impiegati in “sostituzione” di quelli di budget e/o di piano se l'azienda non utilizza, in modo significativo e credibile, tali strumenti direzionali. In queste situazioni (tipiche di molte realtà piccole e medie a conduzione familiare), il perito, oltre a raccogliere e rielaborare i dati consuntivi, deve anche cimentarsi nella prospettazione delle evoluzioni dei risultati attesi, utilizzando, a tal fine, documenti interni, interviste, analisi e altre documentazioni esterne disponibili sul settore in cui l'azienda opera.

In base alla “qualità” dei risultati prospettici disponibili si può, in primo luogo, definire se sono applicabili in questa perizia i metodi finanziari.

Questi, come noto, presuppongono la possibilità di proiettare i flussi finanziari per un certo orizzonte temporale futuro (tipicamente da tre a cinque anni), sulla base di un piano strategico ben formulato. Se questo non è disponibile, i metodi finanziari non sono validamente utilizzabili per la stima del capitale economico²³. Se i metodi finanziari non sono applicabili, la valutazione del capitale economico si fonda, generalmente, su una valutazione reddituale o su un valore misto, patrimoniale-reddituale. In entrambi questi metodi (la scelta dei quali dipenderà della specifica situazione aziendale ed, in particolare, dalla rilevanza e criticità delle condizioni patrimoniali nel qualificare la struttura aziendale)²⁴ è necessario stimare una figura di reddito medio normale atteso (R), costruito attraverso tre linee di intervento:

- elaborazione dei dati di conto economico consuntivi, preconsuntivi e prospettici (se disponibili);
- normalizzazione ed eventuale integrazione dei valori di ricavo e di costo per ogni singolo esercizio considerato (tra cui: eliminazione delle componenti “straordinarie”, di quelle “estranee” alla gestione ordinaria²⁵, degli effetti di eventuali politiche di bilancio e fiscali; ripresa dei valori connessi a componenti patrimoniali rettificati, tra cui in particolare gli ammortamenti);
- calcolo di un valore medio (semplice o ponderato) rispetto ai redditi annui normalizzati (e opportunamente attualizzati alla data di valutazione).

A questo punto, proviamo a riflettere su quelle che sono le specificità di questi processi valutativi nel caso in esame. Il punto di partenza è la prospettiva che il perito deve assumere. Se si parte dall'ipotesi che si possano considerare come flussi di risultato prospettico al 1991 i valori effettivamente realizzati negli anni successivi, si apre la possibilità (e l'opportunità) di applicare il metodo finanziario o reddituale a partire dai dati prospettici “consuntivi”, che potrebbero essere solo “normalizzati” rispetto a componenti straordinarie od estranee alla gestione ordinaria. In un'ipotesi meno “deterministica” si potrebbero correggere tali valori rispetto ad “eventi” o “condizioni” manifestatesi successivamente alla data di riferimento²⁶. Relativamente a quest'ultima ipotesi, apparentemente lineare, si può osservare che i flussi di risultato “effettivi” negli otto anni (compreso il 1991) successivi alla data di riferimento sono, in generale, ampiamente riferibili a “eventi” o “condizioni” manifestatesi successivamente alla data di riferimento e ciò in misura tanto più elevata quanto più lontano è l'esercizio futuro rispetto a quella data (è così che la “connessione” tra il risultato del 1998 e la situazione al 1991 appare, nella attuale dinamica economica, alquanto tenue). Da altro punto di vista, sembra, inoltre, quanto mai arduo scindere i redditi generati da “eventi” o “condizioni” successive, rispetto a quelli riferiti a “eventi” e “condizioni” già manifestatesi alla

²¹ Prendendo, ad esempio, il testo del Guatri nell'edizione del 1990, si può rilevare che l'aliquota di imposizione sul saldo delle rettifiche patrimoniali era stimata in un intervallo di valori dal 20 al 35% (“con massima concentrazione nell'intervallo 25-30%”). Cfr., L. Guatri, *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano, pp. 55 ss..

²² Interessanti considerazioni sulla natura comunque reddituale dei metodi misti sono contenute in P. Capaldo, *op.cit.*, pp. 147 ss ove si osserva, tra l'altro, che “sottoporre a verifica il patrimonio, prima di accertarlo” come valore economico dell'impresa, equivale – nella sostanza – ad applicare in qualche modo il metodo-base, in altre parole il metodo dei flussi nella sua versione “reddituale”.

²³ Alcuni autorevoli Autori sono ancora più radicali sostenendo la difficoltà ad utilizzare, in ogni caso, i metodi finanziari fondati in via esclusiva sulle prospettive future per stimare un valore che dovrebbe trovare ampio riferimento sui risultati “effettivamente” conseguibili dall'azienda, introducendo la distinzione tra valore di capitale economico e valore “potenziale” del capitale. Quest'ultimo determinato sul fondamento dei metodi finanziari. Osserva Guatri che “... i metodi di stima basati sull'attualizzazione dei flussi attesi, che sono oggi il fondamento riconosciuto della valutazione delle aziende, non conducono necessariamente a stime di capitale economico; così come accade per i metodi misti patrimoniali/reddituali. Ciò porta, in conclusione, ad una ridefinizione del concetto di capitale economico, che si lega essenzialmente a capacità reddituali già acquisite o di probabile raggiungimento nel breve termine, epperchio dimostrate e dimostrabili.

In mancanza di simili requisiti, le valutazioni basate sui flussi attesi esprimono solo valori potenziali.” (L. Guatri, *op. cit.*, p. 15, corsivo aggiunto).

In questo scritto, senza entrare nel merito del dibattito in modo approfondito, assumiamo che il metodo finanziario - a ben definite condizioni (tra cui la disponibilità di un piano strategico sostenibile, tradotto anche in termini economico-finanziari) – possa costituire uno dei metodi principali di valutazione del capitale economico.

²⁴ In via generale, quando il patrimonio costituisce una valida rappresentazione dei caratteri strutturali dell'azienda (nel patrimonio si riflettono condizioni critiche di produzione), il metodo misto costituisce un ragionevole “criterio semplificato” per una valutazione peritale di capitale economico, se “si ammette, come criterio generale, che la scelta di una formula per la valutazione del ‘valore generale’ del capitale economico privilegia, tra le alternative possibili, l'adozione di una linea prudenziale di comportamento.” (M. Cattaneo, *op.cit.*, pp. 84-85, a cui si rinvia per un'ampia disamina di questo punto).

Nelle situazioni (sempre più tipiche) ove il patrimonio (rettificato) costituisca una rappresentazione alquanto parziale delle condizioni di produzione più critiche per l'azienda e nella difficoltà di integrare tale patrimonio degli elementi immateriali (*intangibles*) su cui si fondano le potenzialità economiche dell'azienda, si può prospettare una ragionevole valutazione di capitale economico fondata su metodi reddituali “puri” (rispetto ai quali il patrimonio costituisce solo un elemento di calcolo).

²⁵ Valori connessi ad attività estranee alla gestione ordinaria delle quali si ritiene opportuna una valutazione autonoma.

²⁶ Così in una recente pubblicazione, relativamente alla perizia in data 28 gennaio 1991, si puntualizza che si tratta “di una stima del tutto particolare, soprattutto per il fatto di essere operata *ex post*, nel senso che i valori prospettici solitamente stimati in sede peritale (flussi reddituali o finanziari medi prospettici) risultano essere, invece, nel caso di specie, ben noti e con un orizzonte temporale di osservazione del tutto congruo (sette anni). In tal caso, quindi, l'indagine reddituale prospettica assumerà una valenza particolare, necessitando solo di un attento processo di “normalizzazione” dei risultati “consuntivi”, eliminando, per esempio, tutte le componenti economiche di tipo “straordinario”, ovvero quelle connesse a “eventi” o “condizioni” manifestatesi successivamente alla data di riferimento. Si pensi, per esempio, alla redditività manifestatesi negli esercizi successivi e riferibile a un ramo d'azienda acquisito dopo il 28 gennaio 1991, oppure a un'area di business completamente “pensata” e “sviluppata” dopo tale data, oppure infine a un successivo aumento di capitale sociale che abbia ridotto l'indebitamento “oneroso”. Il risultato di una siffatta operazione di “normalizzazione” dovrebbe quindi portare alla determinazione di un risultato (economico o finanziario) medio prospettico – post gennaio 1991 – basato sui risultati “consuntivi” 1991-1998, ma “idealizzati” sulla base di quanto effettivamente riconducibile alle potenzialità economiche della società già esistenti alla data di riferimento” (R. Bolongaro, P. Ceppolini e G. Cristofori, *Perizie di stima e capital gains*, Il Sole 24 Ore, 1998, pp. 20-21).

data di valutazione. In effetti, il problema della considerazione e del trattamento dei risultati consuntivi come risultati attesi futuri rinvia ad un principio più generale, che è quello che abbiamo qui discusso introducendo la quarta ipotesi valutativa. In essa si sostiene che il valore "generale" di mercato al 1991 deve fondarsi sui risultati che un perito avrebbe potuto ragionevolmente prospettare alla luce delle informazioni di cui poteva essere a conoscenza a quella data. Nella rielaborazione di queste informazioni, è evidente che emergeranno (almeno in via implicita) elementi di valutazione che terranno conto di qual è stata l'evoluzione effettiva dell'azienda: diverso è però, come si è detto, essere consapevoli di tale punto (cercando di mitigarne per quanto possibile gli effetti), rispetto al procedere ad una mera rielaborazione dei dati consuntivi²⁷. Se si accetta la nostra quarta ipotesi valutativa, sono evidenti alcune conseguenze applicative. In primo luogo, il metodo finanziario (nelle sue diverse versioni) appare applicabile solo se sono rinvenibili budget e piani redatti dall'azienda a quella data (il che significa che nella maggioranza dei casi essi non sarebbero validamente applicabili). Tali piani potrebbero, comunque, non coprire l'intero periodo consuntivo disponibile. In questo caso, secondo la prospettiva qui sostenuta, è opportuno riferirsi ai soli anni futuri contemplati nel piano redatto al 1991 (ad esempio tre o cinque anni), calcolando poi un valore residuo, per il quale valgono in parte le considerazioni successive relative al metodo reddituale. Nel caso in cui mancassero i supporti direzionali essenziali per la valida applicazione dei metodi finanziari, i metodi principali dovrebbero orientarsi su metodi misti (patrimoniali-reddituali) o su metodi reddituali puri.

Per entrambi il reddito medio atteso futuro dovrebbe essere calcolato a partire dai redditi consuntivi (ad esempio dell'ultimo triennio) e, con qualche cautela (e rettifica eventuale), il reddito preconsuntivo del 1991, per il quale si potrebbe accettare la semplificazione che alla data il reddito dell'esercizio poteva essere ragionevolmente prospettato (cioè vale soprattutto se è rinvenibile nell'azienda un budget 1991). Questi valori di reddito possono poi essere opportunamente normalizzati, integrati ed attualizzati alla data della valutazione, secondo le normali tecniche di rielaborazione.

Nell'applicazione delle formule di sintesi dei metodi misti e reddituali puri potrebbero intervenire le considerazioni relative al futuro anche, in parte, "condizionate" dalla conoscenza dell'andamento effettivo (che dovrebbe essere però opportunamente ricondotta a dati e informazione presenti alla data della valutazione). In termini più espliciti:

- * nel metodo misto con capitalizzazione limitata del sovra(sotto)reddito (secondo la formula $W = [K + a_n \cdot (R - i'K)]$ la quantificazione del periodo di durata dell'eventuale sovra (sotto)-reddito potrà essere condizionata dalle evoluzioni successive (ed estendersi quindi fino a un periodo esteso di sette/otto anni);
- * nel metodo reddituale si potrà applicare la formula della rendita perpetua a sviluppo nullo ($W = R/i$) o della rendita perpetua a sviluppo costante (g) del reddito ($W = R/(i - g)$).

Ma, a ben vedere, anche la scelta tra metodi misti e metodi reddituali (entrambi dei quali appaiono validamente applicabili in questo caso) sarà condizionata, in parte, dalla conoscenza degli eventi successivi. Ove sia dimostrabile (anche alla luce dei dati consuntivi) che la correlazione tra valore (contabile rettificato) del patrimonio e reddito dell'azienda è limitata, si potrà agevolmente sostenere l'applicabilità di un metodo reddituale puro. In questo caso è opportuno giustificare il fatto che nell'azienda considerata (data probabilmente la limitata rilevanza delle condizioni di produzione patrimoniali espresse nel patrimonio "contabile") non ci sono ragioni per cui il reddito normale debba assestarsi su

un valore congruo rispetto al patrimonio medesimo (cioè su un valore di $i'K$). E ciò può essere eventualmente esplicitato nella dinamica della redditività "effettiva" dell'azienda²⁸. Nel caso di aziende che abbiano successivamente evidenziato anche significativi tassi di sviluppo, potrà essere applicato il metodo reddituale nella formula della rendita perpetua con tasso di sviluppo costante del reddito. In questo caso, le potenzialità di sviluppo che si vogliono attualizzare, oltre che essere "confermate" dalla successiva evoluzione, dovrebbero essere sostenute da elementi esistenti alla data di valutazione che ponessero in luce la favorevole dinamica del settore e/o dell'azienda²⁹. Un punto importante nell'introduzione di un eventuale tasso di sviluppo costante del reddito riguarda la sua natura di valore nominale o reale. In linea di massima, è preferibile considerare i tassi di sviluppo nella misura reale (cioè al netto dell'inflazione attesa), il che significa, coerentemente, considerare un tasso di capitalizzazione (o di rendimento normale atteso del capitale) reale. Il punto è discusso nell'ultima parte di questo lavoro dedicata al costo del capitale da utilizzare in questa perizia.

4.3 Il costo del capitale al 28 gennaio 1991

Il costo del capitale, vale a dire la remunerazione attesa sul capitale investito, costituisce, come noto, un elemento essenziale per tradurre i flussi di risultato attesi (reddituali o finanziari) in valore di capitale. Rinviando, anche su questo punto, alle trattazioni specializzate per un'ampia disamina dei principi e delle tecniche di quantificazione del costo del capitale, si presentano qui alcuni elementi tipici di questa valutazione. Le considerazioni sui tassi sono, peraltro, un altro punto di riflessione ove la conoscenza dei fatti successivi (ed in particolare la concreta possibilità che i tassi nominali e reale possano decrescere fino a valori in parte "inaspettati" nella prospettiva di quegli anni in Italia) possono consapevolmente influenzare la valutazione a quella data, senza con questo sconvolgere la prospettiva valutativa (a quella data) che qui s'intende sostenere. Il primo elemento di discussione, peraltro non tipico di questa valutazione, riguarda la natura nominale o reale dei tassi da considerare. I primi si rendono opportuni solo nel caso d'applicazione del metodo finanziario, a partire da flussi nominali (comprensivi dell'inflazione). Nelle (limitate) situazioni in cui si applichi il metodo finanziario a flussi nominali sarà, perciò, opportuno considerare il costo del capitale comprensivo d'inflazione. Una figura di costo reale del capitale è anche tipicamente utilizzata nelle applicazioni dei metodi misti o reddituali, che appaiono essere i più generalmente applicabili nelle perizie per i capital gains. L'osservazione della remunerazione attesa (costo) del capitale proprio si fonda sulla congiunta definizione di:

- tasso di rendimento su investimenti (tendenzialmente) privi di rischio;
- coefficiente espressivo del premio per il rischio sull'investimento in capitale nella specifica azienda oggetto di valutazione³⁰.

Il tasso di rendimento su investimenti privi di rischio è, generalmente, calcolato a partire dai tassi di rendimento dei titoli di stato. A tal proposito alla data del 28 gennaio 1991, si osservavano tassi reali certamente consistenti³¹. Qui, però, si apre la possibilità di prescindere dal dato contingente sul rendimento su investimenti privi di rischio, sostenendo la validità di considerare nella valutazione di un investimento di medio-lungo periodo, qual è quello nel capitale di pieno rischio d'impresa, un tasso reale di medio-lungo periodo³².

Per il premio per il rischio non si scorgono specificità relative alla perizia al 28 gennaio 1991 e per lo sviluppo del tema si rinvia all'ampia letteratura disponibile³³, oltre che all'imprescindibile sensibilità ed esperienza del perito chiamato ad effettuare la stima di capitale economico.

²⁷ Alcuni esempi possono essere illuminanti. L'acquisizione di un'azienda successiva al momento della valutazione è un chiaro evento successivo i cui effetti non dovrebbero essere considerati (a meno che alla data non ci fossero già elementi documentali per rendere probabile questa operazione) e che probabilmente possono essere ragionevolmente quantificati nei loro effetti differenziali sui flussi di risultato. Una dinamica di settore particolarmente favorevole (uscita di concorrente, sviluppo eccezionale della domanda interna od estera) o sfavorevole (esempio dell'effetto "tangentopoli") è una "condizione" della quale non risultano agevolmente quantificabili gli effetti "differenziali" sui risultati consuntivi e che, nella nostra impostazione, non dovrebbero direttamente influenzare la valutazione dei risultati prospettici a quella data (salva chiaramente una loro implicita considerazione nel quantificare, ad esempio, il costo del capitale e/o il tasso medio di sviluppo del reddito e/o il periodo di realizzazione dei sovra-sotto redditi nel metodo misto).

²⁸ E' questo un fenomeno che appare sempre più generalizzato, tale da indurre la dottrina e la pratica a un cambiamento di prospettiva nella definizione dei metodi principali di valutazione del capitale economico: dai metodi misti ai metodi reddituali (Per un'ampia disamina di questi punti si rinvia a Guatri, il quale dedica un paragrafo a "La decadenza dei metodi patrimoniali o ispirati al patrimonio", L. Guatri, *op.cit.*, pp. 47 ss.).

²⁹ A tal fine potrebbero essere particolarmente utili indagini di settore (redatta prima della data di valutazione) che ponessero in luce le potenzialità del contesto settoriale in cui l'azienda operava. Si citano, tra le altre, le indagini di società quali Databank s.p.a., ampiamente utilizzate anche come supporto alla redazione dei prospetti informativi per l'ammissione alla quotazione di borsa.

³⁰ Gli elementi di valutazione sono più ampi ove si utilizzi il costo medio ponderato del capitale (WACC) (per calcolare, dapprima, il valore delle attività operative da cui derivare il valore del netto, aggiungendo il valore delle attività extra-operative e detrandolo/aggiungendo il valore della posizione finanziaria netta negativa/positiva). In questo caso è necessario introdurre: - il costo medio del debito finanziario; - il tasso di risparmio fiscale atteso sul costo del debito; - il tasso di indebitamento (rapporto tra capitale proprio e capitale di debito a valori economici). Fatte salve le opportune integrazioni, gli aspetti critici sono quelli discussi nel testo per il costo del capitale proprio.

³¹ In base alle rilevazioni di Banca d'Italia il rendimento medio netto dei Buoni ordinari del Tesoro in Italia nel 1990 è stato del 12,4%, a fronte di un tasso medio di inflazione del 6,1%. Il che evidenzia un tasso reale di rendimento del 5,9% (applicando la formula di Fisher per cui $0,059 = (1 + 0,124)/(1 + 0,061) - 1$). Ad aprile del 1998 (dato utile per la valutazione al 30 giugno 1998) tale tasso reale era sceso al 3,0%.

³² Osserva, a tal proposito, Cattaneo che "(p)rescindendo dalle tecniche usate per la stima, la logica di fondo richiama anzitutto il riferimento a un tasso reale-mondo (valido per gli investimenti *risk free*) pacificamente stimato intorno al 3-4% dalle indagini storiche di lungo periodo ma ritoccato al ribasso durante gli ultimi anni del secolo fino a posizionarlo, attualmente, intorno al 2-2,5%, almeno in una visione di breve-medio periodo." (M. Cattaneo, *op.cit.*, p. 110).

³³ Se si utilizza il diffuso modello del C.A.P.M. (Capital Asset Pricing Model), ad esempio, il premio per il rischio è scisso in due componenti: - il premio per il rischio generale nell'investimento azionario (stimato nei paesi industrializzati tra il 4/4,5 e il 5/5,5 per cento) (cfr. A. Damodaran, *op.cit.*, pp. 24 ss e M. Cattaneo, *op.cit.*, p. 112); - il coefficiente Beta, che misura il livello di rischio sistematico dell'azienda rispetto al rischio generale del mercato azionario. Quest'ultimo coefficiente, in assenza della quotazione del titolo, può essere assunto pari a un coefficiente medio di settore riportato nelle pubblicazioni specializzate ("Beta Book"), eventualmente rettificato (in positivo o in negativo) alla luce di considerazioni "qualitative" sul profilo di rischio dell'impresa effettuate dal perito (e connesse anche alla natura dei redditi o dei flussi presi a riferimento). Una tabella sui coefficienti Beta medi di settore in diversi paesi industrializzati è riportata anche in L. Guatri, *op.cit.*, pp. 96-97. Nella difficoltà o nell'impossibilità di applicare tali coefficiente tratti da dati di mercato, si possono considerare le "indicazioni di sistema fornite dalla più accreditata dottrina italiana in argomento che stima, in generale, l'apprezzamento del rischio sistematico dei settori tra due e sei punti percentuali da aggiungere al tasso base *risk free* di cui si è detto" (M. Cattaneo, *op.cit.*, p. 112). In sintesi, se si accetta un tasso di rendimento reale su investimenti privi di rischio intorno al 2/3% e un premio per il rischio medio tra il 2 e il 6%, il costo reale del capitale può variare entro un intervallo "sostenibile" tra il 4 e il 9%. E' chiaro che valori più elevati possono essere giustificati alla luce di elementi particolari che dovranno essere accuratamente rilevati nella stima.

IL REGIME TRANSITORIO DEI "CAPITAL GAIN" E LA PERIZIA DI VALUTAZIONE

Dott. Primo Ceppellini

1. IL REGIME TRANSITORIO DEI "CAPITAL GAIN"

1.1 Premessa

Concetto di realizzo. Le disposizioni contenute nel decreto legislativo n.461 del 1997 si applicano alle plusvalenze, alle minusvalenze e agli altri redditi diversi realizzati a partire dal 1° luglio 1998 (art.14, comma 4).

La circolare 165/E precisa che le plusvalenze/minusvalenze si intendono realizzate nel momento in cui si perfeziona la cessione a titolo oneroso delle partecipazioni o dei titoli e che ai fini della realizzazione non rileva il momento in cui si verifica la percezione del corrispettivo.

Ciò premesso, poiché la nuova disciplina ha mutato sia i presupposti oggettivi e sia le aliquote, il legislatore ha introdotto un regime transitorio (disciplinato dall'articolo 14 del decreto legislativo 461/98) opzionale per le plusvalenze maturate sulle partecipazioni già possedute alla data di entrata in vigore della nuova disciplina (1° luglio 1998).

Finalità del regime transitorio. Il regime transitorio, per quanto concerne le partecipazioni, è finalizzato ad evitare, da un lato, il verificarsi di possibili effetti penalizzanti derivanti dalla nuova disciplina e ad assicurare, dall'altro, che le plusvalenze maturate in epoca precedente all'entrata in vigore della nuova disciplina siano assoggettate ad un trattamento tributario analogo a quello vigente fino al 30 giugno 1998, regime che si sarebbe reso applicabile se i contribuenti avessero ceduto le partecipazioni possedute al 30 giugno 1998 (circolare 165/E, § 5.2.1).

1.2 Nozione di partecipazione qualificata: nuova disciplina e disciplina previgente a confronto

Prima di analizzare in dettaglio il regime transitorio, è necessario richiamare la nozione di partecipazione qualificata introdotta dal decreto legislativo 461/97 e la nozione di partecipazione qualificata in base alla previgente disciplina (in vigore fino al 30 giugno 98).

Nuova definizione. Secondo la nuova normativa, costituisce cessione di partecipazioni qualificate la cessione di partecipazioni o diritti e titoli assimilati, a condizione che le partecipazioni, diritti o titoli ceduti rappresentino, complessivamente:

- una percentuale di diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria superiore al 2% (se si tratta di titoli negoziati in mercati regolamentati italiani od esteri) o al 20% negli altri casi;
- ovvero una partecipazione al capitale o al patrimonio superiore al 5% (se si tratta di titoli negoziati in mercati regolamentati italiani od esteri) o al 25% negli altri casi.

La percentuale di partecipazione è determinata tenendo conto di tutte le cessioni effettuate nel corso dei dodici mesi, ancorchè nei confronti di soggetti diversi.

Vecchia definizione. In base al previgente articolo 81, comma 1, lettera c), costituiscono partecipazioni qualificate le partecipazioni sociali, escluse quelle acquisite per successione, che rappresentano una percentuale di partecipazione al capitale sociale superiore al:

- 2% nel caso di titoli quotati in borsa o al ristretto (quindi in mercati regolamentati italiani);
- 5% nel caso di titoli azionari non quotati;
- 10% nel caso di partecipazioni non azionarie.

La percentuale di partecipazione è determinata tenendo conto di tutte le cessioni effettuate nel corso dei dodici mesi, ancorchè nei confronti di soggetti diversi: si considera cedute prima le partecipazioni, i diritti o i titoli acquistati in data più recenti.

1.3 Il regime transitorio

Il regime transitorio è disciplinato dall'articolo 14 del decreto legislativo 461/97, commi da 5 a 9 e si articola su tre diversi criteri di affrancamento delle plusvalenze:

- Criterio dell'adeguamento del costo o del valore di acquisto delle partecipazioni sulla base della variazione dell'indice mensile dei prezzi al consumo rilevato dall'Istat (comma 5);
- Criterio del valore delle partecipazioni al 1° luglio 1998 (commi 6 e 9);
- Criterio del valore delle partecipazioni al 28 gennaio 1991 (commi 8 e 9).

Analizziamo in dettaglio le caratteristiche salienti delle tre possibilità.

1.3.1 Rivalutazione del costo

Partecipazioni qualificate (nuova definizione) Il comma 5 dell'articolo 14 prevede che, ai fini della determinazione delle plusvalenze o delle minusvalenze derivanti dalla cessione a titolo oneroso di partecipazioni qualificate (secondo la nuova formulazione dell'articolo 81, comma 1, lettera c), in deroga a quanto stabilito dall'articolo 82 del TUIR, il costo o valore di acquisto delle partecipazioni possedute al 1° luglio 1998 può essere adeguato sulla base di un coefficiente pari al tasso di variazione della media dei valori dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di impiegati ed operai rilevato dall'Istat nel periodo che intercorre tra la data di acquisto delle partecipazioni, titoli o diritti ed il 30 giugno 1998.

La circolare 165/E precisa, pertanto, che "qualora il contribuente ceda, dopo il 1° luglio 1998, sia le partecipazioni possedute a tale data, sia quelle acquistate successivamente, il criterio suddetto si applica solo con riferimento a quelle possedute alla data predetta (1° luglio 1998, N.d.A.), mentre per quelle acquistate in data successiva si applicano gli ordinari criteri di tassazione stabiliti dall'articolo 82 del TUIR".

Partecipazioni non qualificate (nuova definizione). Il criterio dell'adeguamento del costo o valore sulla base della variazione dell'indice Istat non opera, data la formulazione della norma, per la determinazione delle plusvalenze/minusvalenze derivanti dalla cessione di partecipazioni non qualificate (nuovo articolo 81, comma 1, lettera c-bis).

1.3.2 Valutazione delle partecipazioni al 1° luglio 1998

Il comma 6 dell'articolo 14 consente ai contribuenti di affrancare le plusvalenze maturate fino al 1° luglio 1998, assumendo come costo o valore di acquisto della partecipazione, agli effetti delle future plusvalenze/minusvalenze, il valore delle partecipazioni alla data del 1° luglio 1998.

La norma prevede modalità differenti di affrancamento a seconda della tipologia di partecipazione detenuta, in quanto le plusvalenze realizzate mediante cessione a titolo oneroso erano soggette, in base al previgente regime di tassazione (DL 28 gennaio 1991, n.27) a regimi differenziati di tassazione.

In luogo delle disposizioni stabilite dall'articolo 82 (nuova formulazione) del TUIR, il contribuente può adottare uno dei seguenti criteri:

Partecipazioni non qualificate negoziate in Italia. Nel caso di titoli, quote o diritti, negoziati in mercati regolamentati italiani, rappresentativi di una percentuale di capitale sociale non superiore al 2% (ossia partecipazione non qualificata in base alla normativa previgente), in luogo del costo o del valore di acquisto può essere assunto il valore risultante dalla media aritmetica dei prezzi rilevati presso i medesimi mercati nel mese di giugno 1998.

In questo caso l'affrancamento della plusvalenza avviene senza pagare alcuna imposta sostitutiva, in quanto se la cessione fosse avvenuta entro il 30 giugno 1998 la plusvalenza realizzata non sarebbe stata assoggettata ad imposta sostitutiva, in forza della sospensione dell'applicazione dell'imposta sostitutiva disposta dall'articolo 7 della legge 5 novembre 1992, n. 429.

Con questa disposizione si è inteso evitare che "per effetto del venir meno della disciplina esonerativa sopra citata a partire dal 1° luglio 1998, si venisse a determinare una imposizione precedentemente non prevista, e quindi, una sorta di efficacia retroattiva della nuova disciplina impositiva, con la disposizione in commento si è provveduto a mantenere gli effetti del regime agevolativo con riferimento alle plusvalenze maturate fino alla data in cui il predetto trattamento ha trovato applicazione" (circolare 165/E, §. 5.2.3).

Partecipazioni qualificate negoziate in Italia e partecipazioni non qualificate negoziate all'estero. Nel caso di titoli, quote, e diritti, negoziati in mercati regolamentati e rappresentativi di una percentuale di capitale sociale superiore al 2% (partecipazioni qualificate secondo la previgente normativa) e nel caso di titoli, quote o diritti, negoziati esclusivamente in mercati regolamentati esteri (costituenti sempre una partecipazione non qualificata in base alla previgente normativa), in luogo del costo o del valore di acquisto può essere assunto il valore risultante dalla media aritmetica dei prezzi rilevati presso i medesimi

mercati nel mese di giugno 1998.

Per espressa previsione normativa, l'affrancamento può essere effettuato solo soltanto se le plusvalenze sono assoggettate ad imposta sostitutiva con i criteri stabiliti nel decreto legge 28 gennaio 1991, n.27.

Partecipazioni non negoziate. Nel caso di titoli, quote, e diritti, non negoziati in mercati regolamentati, in luogo del costo o valore di acquisto può essere assunto il valore della frazione del patrimonio netto della società, associazione od ente, determinato sulla base dell'ultimo bilancio approvato anteriormente al 1° luglio 1998. Il comma 9 dell'articolo 14, consente al contribuente di determinare il valore al 1° luglio 1998 della frazione di patrimonio netto riferibile alla predetta data sulla base di una relazione giurata di stima.

Anche in questo caso, l'affrancamento è consentito previo assoggettamento ad imposta sostitutiva, secondo i criteri stabiliti dal decreto n.27 del 28 gennaio 1998, delle plusvalenze insite nelle partecipazioni (ossia maturate sino al 30 giugno 1998).

1.3.2.1 Modalità di applicazione dell'imposta sostitutiva per l'affrancamento

L'articolo 14, comma 6, del decreto 461/97 disciplina l'affrancamento delle plusvalenze maturate sino al 30 giugno 1998:

- sulle partecipazioni qualificate (secondo la previgente normativa) negoziate in mercati regolamentati (comma 6, lettera b);
- sulle partecipazioni negoziate esclusivamente in mercati regolamentati esteri (comma 6, lettera b);
- sulle partecipazioni non negoziate in mercati regolamentati (comma 6, lettera c).

Imposta sostitutiva ex D.L. 27/91. L'affrancamento può essere effettuato previo assoggettamento di tali plusvalenze ad imposta sostitutiva con i criteri stabiliti dal decreto 28 gennaio 1991, n.27.

Questo provvedimento prevede che le plusvalenze, diverse da quelle conseguite nell'esercizio di imprese commerciali, realizzate mediante cessione a titolo oneroso di azioni, quote rappresentative del capitale o del patrimonio o di altre partecipazioni analoghe, nonché dei certificati rappresentativi di partecipazione in società, associazioni, enti ed altri organismi nazionali ed esteri, di obbligazioni convertibili, diritti d'opzione e ogni altro diritto, che non abbia natura di interesse, connesso ai predetti rapporti, ancorché derivanti da operazioni a premio e da compravendita a pronti o a termine, sono soggette ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi (articolo 1).

L'imposta sostitutiva non è dovuta per le plusvalenze realizzate mediante cessione a titolo oneroso di valori mobiliari quotati nei mercati regolamentati italiani (articolo 7, comma 1, del DL 17.09.92).

Il DL n.27 del 1991 prevede due modalità di tassazione:

- * il regime analitico;
- * il regime forfettario.

Regime analitico ex D.L. 27/91. Il regime analitico si applica alle cessioni di partecipazioni sia qualificate sia non qualificate, mentre il regime forfettario si applica, previa opzione, solo alle cessioni di partecipazioni non qualificate (si fa riferimento alla previgente nozione di partecipazione qualificata e non qualificata).

Il regime analitico rappresenta il regime ordinario e l'adozione di tale regime comporta la determinazione della plusvalenza o della minusvalenza derivante dalla differenza tra il corrispettivo percepito ed il prezzo pagato all'atto del precedente acquisto.

Per quanto riguarda il valore iniziale, questo è dato:

- dal prezzo di acquisto aumentato di ogni altro costo inerente la partecipazione ceduta;
 - dal valore dichiarato o definito ai fini dell'applicazione dell'imposta di successione;
 - del valore risultante dalla precedente cessione a titolo oneroso o per successione, nel caso di acquisto per donazione;
- Inoltre, ai fini della determinazione del prezzo di acquisto può essere assunto, a richiesta del contribuente:
- per i titoli quotati: la media dei prezzi di compenso o dei prezzi, fatti nel corso del 1990, della Borsa di Milano o in mancanza delle borse presso cui i titoli sono quotati;
 - per gli altri titoli: il valore risultante da perizia alla data del 28 gennaio 1991.

Ai fini della determinazione della plusvalenza o minusvalenza, il costo fiscalmente riconosciuto è adeguato sulla base di un coefficiente pari al tasso di variazione della media dei valori dell'indice mensile dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati rilevati nell'anno in cui si è verificata la cessione rispetto a quella dei medesimi valori rilevati nell'anno in cui è avvenuto l'acquisto, sempreché fra la cessione e l'acquisto siano intercorsi non meno di dodici mesi interi.

Inoltre, si deve tenere conto, nel caso di partecipazioni in società di persone e in società ad esse equiparate, diverse da quelle immobiliari e finanziarie, dei redditi imputati al socio ai sensi del medesimo articolo 5: il valore iniziale deve essere aumentato dei redditi imputati al socio nei vari esercizi e diminuito, fino a concorrenza dei redditi aggiunti, degli utili che gli sono stati distribuiti.

L'imposta sostitutiva è dovuta nella misura del 25 per cento ed è commisurata all'ammontare delle plusvalenze al netto delle minusvalenze determinate con gli stessi criteri e indicate nella dichiarazione annuale dei redditi; se l'ammontare delle minusvalenze supera quello delle plusvalenze la differenza può essere computata in diminuzione degli stessi redditi nei successivi periodi di imposta ma non oltre il quinto.

Regime forfettario ex D.L. 27/91. Il regime forfettario si applica, previa opzione del cedente, alle cessioni di partecipazioni non qualificate (secondo la previgente normativa). La misura dell'imposta sostitutiva è pari al 15% della plusvalenza forfettariamente determinata nella misura del 14% del corrispettivo pattuito. L'opzione si esercita in occasione della prima cessione ed ha effetto per tutte le altre cessioni di partecipazioni non qualificate effettuate nel corso dell'anno.

L'affrancamento. Quindi, ai fini dell'applicazione dell'articolo 14, comma 6, possono distinguersi i seguenti casi:

- titoli, quote, e diritti, negoziati in mercati regolamentati e rappresentativi di una percentuale di capitale sociale superiore al 2% (partecipazioni qualificate secondo la previgente normativa):

plusvalenza = (valore risultante dalla media aritmetica dei prezzi rilevati presso i medesimi mercati nel mese di giugno 1998) meno (il prezzo di acquisto rivalutato in base all'indice Istat) è assoggettata a tassazione con aliquota del 25% (regime analitico);

- titoli, quote o diritti, negoziati esclusivamente in mercati regolamentati esteri (costituenti sempre una partecipazione non qualificata in base alla previgente normativa):

si ha la facoltà di applicare il regime forfettario e quindi l'imposta sostitutiva è calcolata nella misura del 2,10% del valore risultante dalla media aritmetica dei prezzi rilevati presso i medesimi mercati nel mese di giugno 1998.

- titoli, quote o diritti, non negoziati in mercati regolamentati. In questa ipotesi occorre distinguere a seconda che la partecipazione sia qualificata (ossia superiore al 10% del patrimonio) o non qualificata:

se la partecipazione è qualificata si applica il regime analitico e, pertanto, la plusvalenza è così calcolata:

plusvalenza = (valore della frazione del patrimonio netto della società) meno (costo di acquisto rivalutato in base all'indice Istat), oppure,

plusvalenza = (valore della frazione del patrimonio netto della società) meno (valore di perizia rivalutato in base all'indice Istat);

se la partecipazione non è qualificata si può applicare il regime forfettario, l'imposta sostitutiva in questo caso è pari al 2,10% del valore della frazione di patrimonio netto, determinato sulla base delle risultanze dell'ultimo bilancio approvato anteriormente al 1° luglio 1998.

Qualora il valore della frazione di patrimonio netto sia determinato sulla base della relazione giurata di stima di cui all'articolo 14, comma 9 del decreto 461/97, la plusvalenza assoggettata ad imposta sostitutiva sarà così determinata:

plusvalenza = (valore della frazione del patrimonio netto della società determinato mediante perizia) meno (costo di acquisto rivalutato in base all'indice Istat); oppure,

plusvalenza = (valore della frazione del patrimonio netto della società determinato mediante perizia) meno (valore di perizia rivalutato in base all'indice Istat).

1.3.2.2 Criterio temporale di individuazione delle partecipazioni

La circolare 165/E prevede che ai fini della individuazione delle partecipazioni qualificate (in base alla vecchia normativa) si deve tenere conto non solo delle partecipazioni possedute alla data del 1° luglio 1998, ma anche delle partecipazioni cedute nei 12 mesi antecedenti.

Cessione di partecipazioni nei 12 mesi precedenti. Al riguardo la circolare precisa che: "uno dei criteri previsti per la determinazione della percentuale rilevante ai fini della qualificazione della partecipazione posseduta stabilisce che si deve tener conto di tutte le cessioni effettuate nel corso dei 12 mesi ancorché nei confronti di soggetti diversi. Ai fini del calcolo dell'imposta sostitutiva si deve quindi tener conto di tutte le cessioni effettuate nei 12 mesi precedenti la predetta data del 1° luglio 1998 e, conseguentemente, la partecipazione posseduta a tale data si considera qualificata se la stessa, sommata alle cessioni effettuate nel predetto arco temporale, rappresenti una percentuale superiore ai limiti fissati dalla lettera c) del comma 1 dell'articolo 81 del Tuir nel testo vigente prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina. Nel caso in cui sulle plusvalenze derivanti dalle precedenti cessioni l'imposta sostitutiva sia stata applicata con il metodo forfettario di cui all'articolo 3 del DL 27, di tale imposta si deve tenere conto ai fini del calcolo dell'imposta sostitutiva dovuta sulle plusvalenze comprese nel valore alla data del 1° luglio 1998 della partecipazione complessivamente considerata".

Pertanto, al fine di determinare se le plusvalenze comprese nelle partecipazioni possedute alla data del 1° luglio 1998 possano essere affrancate con il sistema analitico o con il sistema forfettario, il contribuente deve sommare alla percentuale di partecipazione al capitale sociale, rappresentata dalle partecipazioni possedute al 1° luglio 1998, la percentuale rappresentata dalle partecipazioni non qualificate cedute nel corso dei 12 mesi precedenti.

Si consideri il seguente esempio: un contribuente possiede, al 1° luglio 1998, il 10% di quote di una SRL e nel corso dei dodici mesi precedenti ha ceduto il 2% in regime forfettario.

Qualora il contribuente decida di affrancare tutto il 10% si supererebbe il limite previsto dal vecchio regime per le partecipazioni qualificate (che era il 5% per SPA e 10% per altre società) con la conseguenza che si deve liquidare il 25% sia sulla plusvalenza che riguarda l'affrancamento sia su quella della cessione del 2%, recuperando per quest'ultima l'imposta versata dall'intermediario. Se viceversa intende affrancare solo l'8% rispetterà la soglia delle quote non qualificate secondo il vecchio regime e quindi potrà utilizzare il regime forfettario con aliquota del 2,1% sul valore.

Secondo la circolare, inoltre, qualora a partire dal 1° luglio 1998 sia ceduta una partecipazione già posseduta a tale data, per stabilire se sia stata posta in essere una cessione di partecipazione qualificata, si deve fare riferimento alle regole stabilite dal "nuovo" articolo 81, comma 1, lettera c) del TUIR.

Il nuovo articolo 81, comma 1, lettera c), del TUIR prevede che la percentuale di partecipazione sia determinata tenendo conto di tutte le cessioni effettuate nel corso di dodici mesi, ancorché effettuate nei confronti di soggetti diversi e in periodi d'imposta diversi.

La disposizione si applica dalla data in cui le partecipazioni, i titoli e i diritti posseduti rappresentano una percentuale di diritti di voto o di partecipazione superiore alle percentuali di qualificazione (almeno per un giorno).

Pertanto, anche in questo caso, alla cessione, effettuata in data successiva al 1° luglio 1998, devono essere sommate le cessioni effettuate nei dodici mesi precedenti, successivamente alla data in cui sia stato acquisito il possesso di una partecipazione qualificata. In ogni caso, occorre sottolineare che l'affrancamento delle plusvalenze implicite nelle partecipazioni possedute alla data del 1° luglio 1998 non fa cumulo, in quanto non costituisce "cessione", ma assume rilievo solo come data di acquisto delle partecipazioni ai fini dell'applicazione del criterio del LIFO per le cessioni successive.

Si consideri il seguente esempio: un contribuente che detiene dal 1980 il 40% di quote di una SRL decide di affrancare il 10% sulla base del valore determinato mediante perizia di stima.

In questo caso, qualora in data successiva decida di cedere il 15% della partecipazione posseduta, si considera ceduto il 10% precedentemente affrancato e un 5% del restante trenta per cento della partecipazione.

1.3.2.3 Eccedenza di minusvalenze pregresse

Riporto e compensazione delle minusvalenze. Con riferimento al riporto delle minusvalenze formatesi nel previgente regime analitico, la circolare precisa che: "...sempre con riferimento al caso in cui la plusvalenza al 1° luglio 1998 sia assoggettata ad imposta sostitutiva con il sistema analitico, va precisato che, sulla base dei criteri del decreto n.27 del 1991, richiamati dalla disposizione in esame, dette plusvalenze possono essere compensate con eventuali minusvalenze effettivamente realizzate e con le eccedenze riportate dai periodi d'imposta precedenti, indicate nella dichiarazione dei redditi relativa al periodo d'imposta in corso al 1° luglio 1998. E' appena il caso di precisare che, stante il tenore letterale della medesima disposizione, non rilevano in ogni caso le eventuali minusvalenze derivanti dall'applicazione del suddetto criterio del valore al 1° luglio 1998".

Pertanto, le minusvalenze "virtuali" non sono compensabili con eventuali plusvalenze future (orientamento confermato dal Ministero in occasione del Forum del 25 giugno 1998).

Per contro, invece, qualora dall'applicazione del regime analitico, così come previsto dal DL n.27 del 1991, emerga una plusvalenza, il ministero delle finanze ha ritenuto che tale plusvalenza possa essere compensata fino a concorrenza, con le minusvalenze riportate a nuovo dai precedenti periodi d'imposta.

1.3.2.4 Affrancamento parziale

La circolare precisa che il metodo della valorizzazione al 1° luglio 1998 per le partecipazioni possedute a tale data può essere utilizzato anche per una parte soltanto delle partecipazioni stesse.

Pertanto, come precisa la relazione, è consentito valorizzare anche soltanto una parte delle partecipazioni possedute alla data del 30 giugno 1998.

1.3.3 Valutazione delle partecipazioni alla data del 28 gennaio 1991

Il comma 8 dell'articolo 14 del decreto legislativo 461 del 97 prevede che, per le partecipazioni già possedute alla data del 28 gennaio 1991, in luogo del costo o del valore d'acquisto, nonché del valore determinato secondo i criteri precedentemente esaminati, possa essere assunto:

* nel caso di titoli, quote o diritti negoziati in mercati regolamentati, il valore risultante dalla media dei prezzi di compenso o dei prezzi fatti nel corso del 1990 dalla borsa valori di Milano o, in mancanza, dalle borse presso cui i titoli erano negoziati in detto periodo;

* nel caso di quote o diritti non negoziati in mercati regolamentati, il valore alla data del 28 gennaio 1991 della frazione di patrimonio netto della società, associazione, ente determinato sulla base delle risultanze contabili dell'ultimo bilancio approvato prima del 28 gennaio 1991.

Il comma 9 consente di determinare il valore della frazione di patrimonio netto

sulla base di una relazione giurata di stima alla data del 28 gennaio 1991.

1.4 I criteri di scelta

L'introduzione del regime transitorio comporta l'obbligo, da parte degli operatori di effettuare diverse scelte, in particolare dovranno decidere se limitarsi a mantenere il costo storico delle partecipazioni possedute in passato oppure se modificarlo e adottare il valore contabile oppure il valore che deriva da una specifica perizia.

Gli elementi da considerare, al fine di effettuare la scelta economicamente più conveniente, sono diversi.

In particolare, si suggerisce il seguente schema operativo:

* per le partecipazioni detenute da molto tempo, scegliere tra la valutazione al gennaio 1991 e quella al giugno 1998.

* verificare il risparmio di imposta (in caso di futura vendita) derivante dall'adozione di un valore aggiornato;

* considerare la convenienza della sostituzione dei valori tenendo conto dei costi da esso derivanti;

* decidere se adottare un valore ricavato dai documenti contabili oppure se ricorrere ad una perizia;

Ricordiamo che il cambiamento di valore non è sempre gratuito. Infatti:

* sulle plusvalenze maturate fino al 28 gennaio 1991 non è dovuta alcuna imposta sostitutiva;

* sulle plusvalenze maturate dopo tale data fino al 30 giugno 1998 è dovuta l'imposta sostitutiva calcolata in base alla precedente normativa.

Limitando la nostra analisi alle partecipazioni in società non quotate, riepiloghiamo nelle seguenti tabelle le possibili scelte alternative:

Tabella 1. Scelte alternative per le partecipazioni possedute al 28 gennaio 1991

Qualificate (#)	*costo o valore di acquisto rivalutato al 30.6.98 *patrimonio ultimo bilancio ante 28 gennaio 1991 *perizia al 28.1.91
Non qualificate (#)	*costo o valore di acquisto *patrimonio ultimo bilancio ante 28 gennaio 1991 *perizia al 28.1.91

(#) secondo le nuove regole.

Per quanto riguarda la convenienza a procedere a un affrancamento del valore alla data del 28 gennaio 1991, va precisato che questa scelta è in linea generale sempre conveniente, in quanto non è gravata da costi fiscali. Peraltro, occorre verificare se il beneficio (risparmio in futuro dell'imposta sostitutiva sulla vendita, in tutto o in parte) è superiore ai costi di perizia.

Tabella 2. Possibilità per le partecipazioni possedute al 1 luglio 1998

Qualificate (#)	*costo o valore di acquisto rivalutato al 30.6.98 *patrimonio al 31.12.97 + imposta sostitutiva *perizia al 30.6.98 + imposta sostitutiva
Non qualificate (#)	*costo o valore di acquisto *patrimonio al 31.12.97 + imposta sostitutiva *perizia al 30.6.98 + imposta sostitutiva

(#) secondo le nuove regole

Per il calcolo dell'imposta sostitutiva, occorre naturalmente verificare se le percentuali possedute sono da considerare qualificate o non qualificate secondo la vecchia normativa.

Nella tabella 3 che segue presentiamo un riepilogo delle situazioni che si possono presentare per le società non quotate.

Tabella 3. Il calcolo dell'imposta sostitutiva

Quote di S.p.A	Imposta sostitutiva
fino al 5%	2,10% del valore affrancato
oltre il 5%	25% delle plusvalenze incorporate nel valore affrancato

Quote di S.n.c., S.a.s.; S.r.l.	Imposta sostitutiva
fino al 10%	2,10% del valore affrancato
oltre il 10%	25% delle plusvalenze incorporate nel valore affrancato

Vi sono due aspetti particolari da sottolineare:

- * per le quote pervenute in successione opera sempre la possibilità di adottare il sistema forfetario;
- * al posto del sistema forfetario, è sempre possibile adottare il criterio ordinario di determinazione dell'imposta sostitutiva.

1.5 Analisi di convenienza

Per valutare quando conviene utilizzare le regole del regime transitorio occorre tenere conto di alcuni elementi, e in particolare occorre raffrontare il costo che deriva dall'affrancamento con il risparmio che si può conseguire in caso di futura vendita.

Per le quote di S.p.A., l'analisi dei costi viene sintetizzata nella tabella 4.

Tabella 4. Analisi di convenienza per le quote di S.p.A.

Quote possedute	Costo dell'affrancamento	Costo della futura vendita
Quote fino al 5% (caso 1)	2,10% valore affrancato	12,50% della plusvalenza
Quote oltre il 5% fino al 20%	25% della plusvalenza	12,50% delle plusvalenze
Quote oltre il 20% (caso 3)	25% della plusvalenza	27% della plusvalenza

Valgono le seguenti osservazioni:

- * nel **caso 1** occorre una valutazione del rapporto plusvalenze/valore affrancato.

Il rapporto di equivalenza è il seguente:

$$\frac{\text{Plusvalenza}}{\text{Valore}} = \frac{2,10}{12,50} = \text{circa } \frac{1}{6}$$

Si possono quindi trarre le seguenti conclusioni: * **se la plusvalenza è inferiore a 1/6 del valore**, conviene essere tassati sulla plusvalenza, e quindi applicare il nuovo regime; * **se la plusvalenza è superiore a 1/6 del valore**, conviene essere tassati sul valore, e quindi applicare il regime transitorio.

* nel **caso 2** non c'è convenienza ad affrancare il valore. Occorre tuttavia notare che in caso di affrancamento la plusvalenza viene calcolata rivalutando il costo storico, mentre in caso di vendita non preceduta da affrancamento il costo non è rivalutabile (articolo 14, comma 5), Il rapporto 1 a 2 tra le aliquote, però, anche tenendo conto di questo elemento rende, l'affrancamento non conveniente.

* nel **caso 3** la convenienza è minima. Nella realtà, nessun possessore di quote sceglierà di affrancare la plusvalenza pagando il 25% immediatamente contro il 27 per cento da versare solo in caso di futura vendita. La stessa analisi, con le stesse considerazioni aggiuntive, può valere per le società di persone e le S.r.l. I valori relativi a queste società sono riepilogati nella tabelle 5 e 6.

Tabella 5. Analisi di convenienza per le quote di società di persone

Quote possedute	Costo dell'affrancamento	Costo della futura vendita
Quote fino al 10% (caso 1)	2,10% del valore affrancato	12,50% della plusvalenza
Quote oltre il 10% fino al 25% (caso 2)	25% della plusvalenza	12,50% delle plusvalenze
Quote oltre il 25% (caso 3)	25% della plusvalenza	27% della plusvalenza

Tabella 6. Analisi di convenienza per le quote di S.r.l.

Quote possedute	Costo dell'affrancamento	Costo della futura vendita
Quote fino al 10% (caso 1)	2,10% del valore affrancato	12,50% della plusvalenza
Quote oltre il 10% fino al 20% (caso 2)	25% della plusvalenza	12,50% delle plusvalenze
Quote oltre il 20% (caso 3)	25% della plusvalenza	27% della plusvalenza

Concludendo, si può affermare che l'affrancamento (e cioè l'adozione di un valore diverso dal costo) conviene solo per le partecipazioni inferiori al 5% (S.p.A.) o al 10 % (altre società) e solo quando la plusvalenza incorporata è relativamente grande (oltre un sesto del valore). Questo non significa che sono interessate all'affrancamento solo le partecipazioni che di per sé non sono qualificate. Ricordiamo infatti che, in ogni caso, anche chi possiede quote qualificate può procedere a un affrancamento parziale, limitato cioè a una frazione inferiore alle soglie minime (circolare 165/E). Si tratta quindi di una scelta che coinvolge (anche se talvolta solo parzialmente) tutte le partecipazioni caratterizzate da consistenti plusvalenze latenti. Vi è infine da notare che esistono casi in cui l'affrancamento può essere privo di costi. Si tratta delle situazioni in cui l'incremento di valore della partecipazione dal 1991 al 1998 non supera il 30 per cento (valore vicino al coefficiente di rivalutazione del costo o del valore di perizia). In questa situazione, infatti, è possibile affrancare il valore al 1998 senza pagare imposta sostitutiva: il costo riconosciuto sarà infatti pari al costo o al valore di perizia al 1991, che a sua volta può essere rivalutato. La base di calcolo per l'imposta sostitutiva è negativa (o comunque pari a zero), e questo consente l'affrancamento di tutto il valore al 30 giugno 1998.

1.6 I costi dell'affrancamento

In sostanza i costi per affrancare le partecipazioni provenienti dai regimi precedenti sono due:

- l'imposta sostitutiva (nel caso di affrancamento al 30 giugno 1998);
- i costi di perizia (nel caso si voglia adottare questo valore).

La possibilità di sostituire al valore contabile quello derivante da una specifica perizia è disciplinato dall'articolo 14, comma 9 del decreto legislativo 461/97. Il comma 9 prevede infatti che nel caso di titoli, quote o diritti non negoziati in mercati regolamentati è facoltà dei possessori determinare il valore della frazione di patrimonio netto sulla base di una relazione giurata di stima.

E' evidente che l'analisi di convenienza deve tenere conto dei costi di perizia, che altrimenti potrebbero annullare il beneficio fiscale puro.

Scelta tra i metodi di affrancamento. Sulla base delle considerazioni svolte, si pone il problema della scelta tra i due metodi di affrancamento.

Dall'analisi che abbiamo sviluppato in precedenza risulta evidente che:

- * si adotterà la valutazione contabile ogni volta che essa è maggiore di quella di perizia oppure quando i costi di perizia non giustificano il ricorso a questo metodo a fronte di incrementi di valore poco significativi della partecipazione

* si ricorrerà alla perizia ogni volta che, nonostante i costi aggiuntivi, sarà possibile mediante la perizia stessa attribuire un maggior valore alla partecipazione. La seconda situazione è tipica nei casi in cui esistono plusvalori latenti e avviamento in capo alla società.

1.7 Cessioni nel nuovo regime e cumulo con il passato

Alcuni dubbi interpretativi sono stati evidenziati quando si analizzano operazioni che sono state realizzate "a cavallo" dell'entrata in vigore del nuovo sistema. In sintesi, per tutti i casi in cui vi sono cessioni nei dodici mesi effettuate "a cavallo" della data del 1° luglio 1998, e quindi con applicazione di regimi diversi si possono effettuare le seguenti considerazioni:

- * se per effetto del cumulo si supera la soglia di qualifica, si ridetermina tutta la plusvalenza in modo unitario e la si assoggetta al 27 per cento; eventuali imposte sostitutive già pagate vanno a ridurre il debito del contribuente;
- * se nonostante il cumulo si rimane al di sotto della soglia, ciascuna operazione rimane autonoma e viene trattata con le regole che vigevano al momento di effettuazione.

1.7.1. Esempio n. 1

- * 1° cessione non qualificata (secondo le vecchie percentuali);
- * 2° cessione qualificata (secondo le nuove percentuali);
- * somma delle percentuali superiore alla soglia di qualifica (secondo le nuove percentuali).

La seconda cessione, avvenuta nel nuovo regime, supera già da sola le soglie di qualifica. L'intera plusvalenza, quindi, deve essere attratta all'imposta del 27

per cento. Se sulla prima cessione si è scelto il metodo forfetario, l'imposta sostitutiva che è già stata versata (mediante prelievo del notaio o dell'intermediario) può essere scomputata da quanto complessivamente dovuto. A questa conclusione si giunge dall'analisi della norma (articolo 5 comma 1 del decreto legislativo 461/97) dopo le modifiche apportate dal decreto correttivo.

1.7.2. Esempio n. 2

- * 1° cessione non qualificata (secondo le vecchie percentuali);
- * 2° cessione non qualificata (secondo le nuove percentuali);
- * somma delle percentuali superiore alla soglia di qualifica (secondo le nuove percentuali). Anche in questa situazione valgono le conclusioni raggiunte nell'ipotesi precedente.

1.7.3. Esempio n. 3

- * 1° cessione non qualificata (secondo le vecchie percentuali);
- * 2° cessione non qualificata (secondo le nuove percentuali);
- * somma delle percentuali inferiore alla soglia di qualifica (secondo le nuove percentuali).

Si tratta dell'ipotesi più delicata, per la quale occorre ricostruire l'impianto normativo. Il cumulo delle cessioni opera solo per le percentuali qualificate. In questo senso dispone l'articolo 5 comma 1 del decreto legislativo sul capital gain (la norma che prevede lo scomputo di quanto pagato in precedenza). Se per effetto della somma delle cessioni la soglia di qualifica non viene superata, si deve ritenere che la lettera c) dell'articolo 81 comma 1 del TUIR non è interessata. Viene quindi meno l'intera costruzione normativa. La conclusione che si raggiunge è pertanto la seguente: le singole cessioni rimangono non qualificate, a ciascuna di esse si applica il regime vigente al momento in cui sono state effettuate. Pertanto, la prima operazione rimane tassata, come sarà stato a suo tempo scelto da parte del contribuente, al 2,10 % del corrispettivo oppure al 25 % della plusvalenza. La seconda plusvalenza dovrà essere invece assoggettata all'imposta sostitutiva del 12,5 per cento.

2. LA PERIZIA DI VALUTAZIONE

2.1 Finalità della perizia di valutazione e considerazioni generali

Finalità della perizia di stima. La disciplina fiscale dei capital gain consente di redigere perizie di stima al fine di determinare il valore attribuibile alle quote sociali (anche solo potenzialmente oggetto di cessione) alla data di entrata in vigore di nuove norme e, precisamente, alla data del 28 gennaio 1991 e del 1° luglio 1998.

Le perizie redatte ai fini della tassazione dei capital gain (previste dal D.Lgs. 20 novembre 1997, n. 461, e, precedentemente, dal D.L. 28 gennaio 1991, n. 27, convertito con la legge 25 marzo 1991, n. 102) consentono di determinare su base peritale il "costo" fiscalmente riconosciuto di una partecipazione già posseduta dal contribuente alle date sopra citate, da confrontarsi con i corrispettivi derivanti dalla relativa cessione. In tali ipotesi, per esplicita previsione normativa, il perito dovrà determinare il valore economico dell'intera azienda (100% di partecipazione al capitale economico della società), senza avere riguardo alle quote sociali. La finalità di tale disciplina è quella di evitare di penalizzare coloro che non si fossero cimentati in cessioni "di comodo" entro il 30 giugno 1998. Si consente di applicare, in via transitoria, la disciplina in vigore fino al 30 giugno 1998 anche successivamente a tale data e senza operare alcuna cessione, bensì semplicemente "affrancando" i plusvalori latenti nelle quote sociali possedute al 1° luglio 1998, applicando sostanzialmente le vecchie regole di tassazione. In definitiva, quindi, viene salvaguardata l'applicabilità alle plusvalenze "maturate" in vigenza dei sistemi impositivi precedenti delle regole succedutesi nel tempo.

Capitale economico. Con specifico riferimento a tali perizie, va preliminarmente sottolineato come il valore investigato debba essere inteso nell'accezione di "capitale economico".

Premi di maggioranza e di minoranza. È già stato precisato come oggetto della valutazione sia il capitale economico globalmente considerato, senza poter (o dover) quindi tener conto dei cosiddetti "premi di maggioranza" o "sconti di minoranza". In effetti, qualora si dovesse stimare il valore "di mercato" attribuibile a un pacchetto azionario non si potrebbe semplicemente procedere (almeno nella maggior parte dei casi) a un semplice ragguaglio del valore attribuito al capitale economico rispetto alla percentuale di partecipazione al capitale sociale. Tale assunto deve essere inteso nel senso che, per esempio, una partecipazione del 40% in una società con capitale economico di dieci miliardi, ove tutti gli altri soci siano titolari di quote molto inferiori, varrebbe sicuramente più della medesima quota di partecipazione al capitale di una società del medesimo valore economico ma la cui compagine sociale fosse rappresentata da soli due soci, uno titolare del 40% e l'altro del residuo 60%. Nel primo caso, infatti, si tratterebbe di una partecipazione di maggioranza "relativa", che consente il controllo di fatto della società (si pensi al caso delle società a larga base azionaria) e che comporta, quindi, un maggior valore (c.d. premio di maggioranza) attribuibile al pacchetto azionario rispetto al secondo caso in cui, pur a fronte di una pari quota di partecipazione al capitale economico (in termini quantitativi), il pos-

sesso delle azioni non consente alcun controllo sulla gestione, scontando così un minor valore "di mercato" (c.d. sconti di minoranza).

Ad analoghe conclusioni si potrebbe giungere, poi, considerando la situazione di due società del tutto simili nelle grandezze economiche espresse, ma ove per una delle due siano tuttavia presenti vincoli statutari molto stringenti in materia di "patti di prelazione" o di "clausole di gradimento" nell'ammissione dei nuovi soci, così determinandosi un indubbio minor valore delle relative quote, per effetto delle difficoltà di trasferimento.

Valutazione "oggettiva" del capitale. Fatta questa premessa, si consideri però che la norma fiscale prescinde da tali argomentazioni, privilegiando una determinazione del valore attribuibile alle singole quote sociali il più possibile svincolata da considerazioni di tipo "soggettivo", imponendo una ripartizione meramente proporzionale del valore attribuibile all'intero capitale economico della società. Il socio titolare di partecipazioni il cui prezzo sarebbe "depresso" in virtù di uno "sconto di minoranza" ne trarrà quindi un vantaggio in termini tributari (maggior valore "di carico"), mentre accadrà il contrario per il socio titolare di partecipazioni che potrebbero invece fruire di un "premio di maggioranza".

Perizia di stima al 28 gennaio 1991. Con specifico riferimento, poi, alle partecipazioni detenute alla data del 28 gennaio 1991 e oggetto di stima alla data medesima, pare doveroso sottolineare come si tratti di una stima del tutto particolare, soprattutto per il fatto di essere operata "ex-post", nel senso che i valori prospettici solitamente stimati in sede peritale (flussi reddituali o finanziari medi prospettici) risultano essere, invece, nel caso di specie, ben noti e con un orizzonte temporale di osservazione del tutto congruo (sette anni). In tal caso, quindi, l'indagine reddituale prospettica assumerà una valenza particolare, necessitando solo di un attento processo di "normalizzazione" dei risultati "consuntivi", eliminando, per esempio, tutte le componenti economiche di tipo "straordinario", ovvero quelle connesse a "eventi" o "condizioni" manifestatesi successivamente alla data di riferimento. Si pensi, per esempio, alla redditività manifestatasi negli esercizi successivi e riferibile a un ramo d'azienda acquisito dopo il 28 gennaio 1991, oppure a un'area di business completamente "pensata" e "svilupata" dopo tale data, oppure infine a un successivo aumento di capitale sociale che abbia ridotto l'indebitamento "oneroso". Il risultato di una siffatta opera di "normalizzazione" dovrebbe quindi portare alla determinazione di un risultato (economico o finanziario) medio prospettico - post 28 gennaio 1991 - basato sui risultati "consuntivi" 1991-1998, tuttavia "idealizzati" sulla base di quanto effettivamente riconducibile alle potenzialità economiche della società già esistenti alla data di riferimento.

Perizia di stima al 30 giugno 1998. Relativamente, infine, alle stime del capitale economico al 30 giugno 1998, pare doveroso sottolineare come, nell'opera di "normalizzazione" finalizzata alla determinazione dei risultati economici "medi-prospettici", si debba tenere in debita considerazione anche la "variabile fiscale". Si pensi, infatti, al fatto che, data una certa struttura patrimoniale e reddituale, l'impatto dell'IRAP (cioè di un'imposta da applicarsi sui risultati economici medi attesi) potrebbe essere ben diverso rispetto alla somma dei tributi abrogati a seguito della sua introduzione, dovendosi così riesprimere i risultati economici netti - "storici normalizzati" - alla luce del prelievo fiscale prospettico influenzato appunto dal nuovo tributo o, per esempio, anche dall'applicazione di "agevolazioni" quali la dual income tax.

2.2 Metodi di valutazione del capitale economico

La determinazione del capitale economico di un'azienda è strettamente connessa a due elementi:

- * al patrimonio aziendale vero e proprio;
- * alla capacità prospettica di produrre flussi reddituali e finanziari.

Secondo la dottrina prevalente, le principali metodologie di valutazione sono così identificabili:

- * metodo *patrimoniale (semplice o complesso)*;
- * metodo *reddituale*;
- * metodo *dei flussi finanziari*;
- * metodo *misto*;
- * metodo dell'*EVA*.

2.2.1 Metodo patrimoniale

Logica valutativa. La logica da seguire è quella informata alla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il patrimonio aziendale, basata sul principio dell'espressione a "valori correnti" di ogni componente patrimoniale.

Pare evidente come le passività (anche se non ancora divenute certe, bensì solo probabili) debbano assumere sempre piena rilevanza, a differenza delle attività che, in taluni casi (beni immateriali, spese a efficacia pluriennale, ecc.), possono invece subire stralci (ovvero anche rivalutazioni) più o meno rilevanti.

Metodo patrimoniale semplice e complesso. In dottrina viene solitamente distinto il metodo patrimoniale "semplice" da quello definito "complesso", in ragione del fatto che, nel primo caso (metodo patrimoniale "semplice") non vengono valorizzati i beni immateriali, se non quelli di ammontare non rilevante

sostenuti, per esempio, per la mera registrazione dei marchi o dei brevetti, mentre nel secondo caso vengono invece autonomamente valorizzati (a “prezzi correnti”) anche i beni immateriali, esprimendo per esempio il valore “di mercato” dei marchi commerciali, dei brevetti, ecc..

Nel primo caso, il risultato che ne scaturisce viene generalmente espresso con il simbolo “K” – “capitale netto rettificato”; nel secondo caso il risultato ottenuto potrebbe assimilarsi al vero e proprio “capitale economico aziendale”.

Valorizzazione elementi patrimoniali immateriali. Nell'ambito del metodo patrimoniale “complesso” vengono generalmente distinti i casi in cui si procede a un'analitica valorizzazione dei singoli beni immateriali, ovvero a una determinazione forfetizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali dell'azienda, spesso basata su modelli costruiti analizzando una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, tentando così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali in una relazione, per esempio proporzionale, rispetto a talune grandezze espresse dalla gestione aziendale (fatturato, raccolta, ordini, sportelli, ecc.). Tra le attività oggetto di stima devono essere inclusi anche i beni immateriali, eventualmente anche non iscritti all'attivo, in quanto convenzionalmente vietato (avviamento, marchi, brevetti, non acquisiti da terze economie).

Ambito applicativo, pregi e difetti. I metodi patrimoniali costituiscono i procedimenti più semplici e “intuitivi” per la determinazione del valore attribuibile a un'azienda, ma hanno il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando quel collegamento funzionale che invece li lega tra loro e con altre importanti componenti (la clientela, la diffusione sul mercato dei prodotti, l'affiatamento, la preparazione tecnica e la motivazione del personale, ecc.) che costituisce spesso il più importante elemento patrimoniale accumulato dall'imprenditore. Se ne deduce che una visione disaggregata dell'azienda non consenta, se non in taluni sporadici casi, la determinazione di un attendibile valore di capitale economico aziendale, pur presentando spiccate caratteristiche di certezza e obiettività, soprattutto in virtù della facilità con cui è possibile operare una concreta verifica dei valori singolarmente attribuiti ai beni costituenti il complesso aziendale, una volta considerati in modo disaggregato. Tale considerazione deve essere però letta con la consapevolezza che la determinazione del capitale economico aziendale comporta l'onere di esprimere un valore anche nella prospettiva del nuovo contesto economico aziendale, identificando quindi i singoli valori senza alcun riferimento alle convenzioni di tipo contabile o di bilancio (di funzionamento), bensì secondo una diversa logica dettata dalla specifica circostanza per cui viene redatta la stima (applicazione del regime transitorio del capitale gain).

Fatta eccezione per particolari tipologie di azienda (immobiliari o di “pura partecipazione”), nella maggior parte dei casi tale metodologia non consente di ottenere risultati tali da essere presi in considerazione senza altre verifiche, correttivi o comparazioni; la stessa costituisce spesso, tuttavia, un fondamentale punto di partenza o, comunque, una fase di prima verifica dei valori patrimoniali, propedeutica a valutazioni più complesse e articolate.

Crediti verso soci e azioni proprie. Talune poste iscritte nei bilanci di esercizio debbono essere quindi da subito stralciate, quali, per esempio, quelle accese ai crediti verso soci per versamenti ancora dovuti, che vengono generalmente stralciate contro il capitale sottoscritto ma non versato, ovvero quelle relative alle azioni proprie, generalmente stralciate contro l'apposita riserva iscritta tra le poste del patrimonio netto.

Crediti. Sono poi oggetto di attenta analisi i crediti, al fine di verificare la svalutazione di quelli di difficile realizzo o l'attualizzazione di quelli scadenti a lungo termine. Le procedure utilizzate sono quelle ben note ai revisori contabili e, precisamente, la cosiddetta “circolarizzazione” dei crediti e la verifica della solvibilità dei debitori, eventualmente ricorrendo a criteri di campionamento nei casi in cui ci si trovi di fronte a crediti di esiguo importo vantati però verso un gran numero di soggetti.

Magazzino. Per quanto concerne le giacenze di magazzino, grande importanza assume la verifica delle procedure interne di rilevazione dei costi e delle movimentazioni, l'entità della “rotazione” delle scorte, il grado e i tempi di assorbimento delle giacenze da parte del mercato, l'eventuale presenza di prodotti obsoleti, ecc., al fine di ottenere tutte le informazioni necessarie per stimarne il valore di presunto realizzo. Viene così richiesta un'analisi riferibile anche dell'ambiente esterno all'azienda, come l'andamento della domanda, la stabilità dei prezzi, ecc., come anche una stima (operata da un tecnico “terzo” indipendente) in merito alla qualità e alla concreta collocabilità sul mercato delle quantità dei prodotti in giacenza.

Lavori in corso su ordinazione. In talune aziende (settore delle grandi commesse) andrà posta grande attenzione nella valorizzazione dei cosiddetti “lavori in corso su ordinazione”, che andranno espressi secondo i corrispettivi maturati con ragionevole certezza sino alla data di riferimento (al netto però di tutti i connessi oneri futuri a questi correlabili), anche se inferiori rispetto ai costi

sostenuti sino a quel momento.

Per quanto concerne le immobilizzazioni materiali, di debbono fare alcune distinzioni.

Immobilizzazioni tecniche. Le immobilizzazioni tecniche (macchinari, impianti, attrezzature, ecc.) debbono essere valutate secondo il costo di riproduzione o di rimpiazzo, opportunamente rettificati in ragione dell'uso e dell'obsolescenza (anche semplicemente tecnologica).

I beni immobili (fabbricati, costruzioni leggere e terreni) debbono essere valutati secondo i relativi prezzi di mercato, considerando però anche che, per esempio con riferimento ai terreni non edificabili, la valutazione deve essere operata in ragione delle prospettive di urbanizzazione dell'area. Se un'azienda ha iscritto nel proprio bilancio un terreno non edificabile, ma vi sono prospettive attendibili e fondate che entro breve tempo esso cambierà destinazione, la valutazione dello stesso non potrà evidentemente prescindere da tali considerazioni.

Per quanto concerne i beni dismessi dal processo produttivo, devesi identificare il relativo valore di liquidazione (presunto realizzo), indicandoli, peraltro, tra le attività destinate a essere realizzate in tempi brevi (attivo circolante).

Immobilizzazioni in leasing. Per le immobilizzazioni detenute in leasing, non iscritte nello stato patrimoniale in vigenza del contratto, almeno sino al momento dell'eventuale riscatto, il perito stimatore deve provvedere a valorizzare il bene allo stesso modo di quelli acquisiti in proprietà, decurtandone tuttavia il valore per un ammontare pari al valore attualizzato dei canoni residui e sempre a condizione che risulti ragionevolmente certo l'esercizio del diritto di riscatto.

Partecipazioni e altre attività finanziarie. La valorizzazione delle partecipazioni sociali richiede una stima dei valori patrimoniali riferibili alle società partecipate, dal momento che si tratta semplicemente di beni di “secondo livello”, ciò comportando l'onere, almeno quando si tratti di importi significativi, di dover valutare i patrimoni aziendali anche delle società partecipate, sulla base dei valori espressi dal “mercato” (qualora si tratti di società partecipate quotate sui mercati regolamentati), oppure sulla base dei valori patrimoniali espressi da stime operate con altre metodologie. Particolari problemi possono sorgere poi nel caso in cui tali partecipazioni assumano valori economici prospettici negativi, dovendosi in tal caso azzerarne il valore e iscrivere una passività (fondo spese future) a fronte degli interventi a copertura di deficit patrimoniali.

Per le altre attività finanziarie, generalmente quotate, il riferimento deve andare al relativo “valore corrente” espresso dai mercati regolamentati.

Immobilizzazioni immateriali. Un elemento discriminante appare, al di là della significatività dei valori in gioco, l'identificabilità e la materiale trasferibilità dei componenti patrimoniali immateriali, risultando di tutta evidenza come elementi sia pure importanti, ma di tipo strettamente “soggettivo” (per esempio legati alla figura dell'imprenditore) e, quindi, difficilmente “trasferibili”, debbano assumere un valore inferiore rispetto a elementi “oggettivi” (per esempio un marchio commerciale molto apprezzato dal mercato) ben più agevoli da trasferire. Al fine di quantificare il valore attribuibile ai beni immateriali è possibile distinguere tra i seguenti metodi:

- * determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l'ottenimento dei “beni immateriali”;
- * attualizzazione dei costi da sostenere per riprodurre i medesimi “beni immateriali”;
- * attualizzazione dei “differenziali di reddito” conseguibili per effetto del possesso dei “beni immateriali”;
- * attualizzazione delle perdite che si subirebbero nell'ipotesi di cessione dei “beni immateriali”.

Valutazione delle passività. Per certi versi più difficile appare il compito con riferimento alle passività, dal momento che, in tal caso, devesi verificare l'iscrizione al passivo di tutte le passività certe o probabili, che potrebbero però non aver trovato sino a quel momento accoglimento alcuno nelle scritture contabili.

Effetti fiscali impliciti delle valutazioni. Una volta stimate tutte le attività e le passività costituenti il complesso aziendale, rilevando plusvalenze e (meno frequentemente) minusvalenze rispetto ai valori contabili di funzionamento, nella maggior parte dei casi si devono anche rilevare i potenziali oneri fiscali impliciti nelle plusvalenze emerse, attenuando evidentemente il gravame fiscale in ragione del fatto che il presunto “realizzo” della plusvalenza sia rapido (come avviene per i beni destinati a una vendita immediata), ovvero meno rapido (come avviene, per esempio, per i beni ammortizzabili, per i quali il carico fiscale si manifesta mano a mano che si addebitano ammortamenti inferiori rispetto a quelli riferibili ai valori stimati), ovvero ancora del tutto potenziale (come avviene, per esempio, per aree destinate a essere edificate e non ammortizzate). Tale attenuazione viene rilevata o in modo convenzionale come minor aliquota o, più precisamente, attualizzando in termini finanziari il presunto esborso fiscale.

Dopo aver determinato il capitale netto rettificato “K” e aver stimato gli eventuali elementi immateriali del patrimonio d'impresa, il valore complessivamente risultante dovrebbe essere assimilabile a quello di “capitale economico”, anche

se, come si vedrà nel prosieguo, tale stima appare spesso non soddisfacente e deve essere comunque verificata con altre metodologie, tra le quali figura spesso il metodo reddituale “puro”.

2.2.2 Metodo reddituale puro

Logica valutativa. Il metodo reddituale “puro” o “sintetico” ha il pregio di considerare l’azienda come un complesso economico unitario, tenendo conto della sua capacità di generare redditi. Tale metodo è quindi svincolato da una visione disaggregata del complesso aziendale. Ne consegue che esso implicitamente tiene conto non solo dei beni materiali che compongono l’azienda e consentono il realizzo di risultati economici, bensì anche di quegli elementi immateriali (know-how, tecnologia, clientela e ubicazione dell’esercizio, marchi commerciali, brevetti, ecc.) che contribuiscono forse ancor più concretamente al realizzo di risultati economici al di sopra della media, in definitiva dei cosiddetti “sovraredditi”.

Tale metodologia pare quindi particolarmente indicata nella stima di complessi aziendali caratterizzati dalla prevalenza degli aspetti economici della gestione rispetto a quelli patrimoniali e d’investimento, come avviene, per esempio, in taluni settori del “terziario”.

Ambito applicativo. Pregi e difetti. Non considerando gli aspetti patrimoniali di un’azienda, il metodo reddituale da solo non si presta, se non in casi del tutto sporadici di aziende pressoché prive di struttura e dotate di notevole capacità reddituale, a essere applicato nelle stime per determinare il valore di capitale economico aziendale, dovendone così ipotizzare un uso sostanzialmente complementare e finalizzato al controllo e alla verifica dei risultati ottenuti con altre metodologie.

Attualizzazione/capitalizzazione dei redditi attesi. Il valore di capitale economico si determina quindi “attualizzando” o “capitalizzando” i redditi attesi. Pare evidente come sarebbe più opportuno procedere alla puntuale attualizzazione dei redditi futuri, piuttosto che capitalizzare un “reddito medio atteso”, anche se l’attualizzazione su un orizzonte sufficientemente lungo risulta difficoltosa per effetto dell’aleatorietà dei risultati futuri. Pertanto, si finisce spesso per applicare convenzionalmente la formula della capitalizzazione.

Attualizzazione del reddito medio prospettico. È prassi ormai consolidata superare questo ostacolo ricorrendo all’individuazione di un “reddito medio prospettico”, proiettando nel futuro la situazione economica aziendale “storica”, tentando di rappresentare un reddito che mediamente l’impresa sarà in grado di produrre in futuro e ipotizzandone anche una certa costanza di manifestazione.

Attualizzazione del reddito medio prospettico normalizzato. Si è già osservato come i risultati economici “storici” presi a base delle stime debbano essere oggetto di un attento processo di “normalizzazione”, eliminando, per esempio, tutte le componenti economiche di tipo “straordinario”, ovvero quelle connesse a “eventi” o “condizioni” non riferibili alla data di riferimento della perizia. I risultati storici divengono quindi solo il punto di partenza per la previsione futura, dovendosi eliminare tutti gli elementi reddituali di carattere straordinario, ovvero generati da mere “politiche di bilancio”, con l’obiettivo di pervenire a risultati considerabili come ragionevolmente “normali” e destinati a perdurare nel tempo (almeno nell’orizzonte temporale preso in considerazione). Occorre anche stimare l’effetto sulla redditività media attesa dei piani aziendali, nonché del futuro andamento del mercato (domanda, offerta, prezzi, concorrenza, ecc.), tenendo anche conto degli effetti in termini reddituali della futura collocazione del complesso aziendale (si pensi ai casi di fusione tra società con attività sinergiche).

Orizzonte temporale di riferimento. Una volta determinato il “risultato economico medio prospettico”, occorre definire anche l’orizzonte temporale nel quale è ragionevole attendersi il suo realizzo. Pur non avendo fondamento nella realtà, è frequente che l’orizzonte temporale considerato sia assunto come convenzionalmente indefinito, anche in ragione del fatto che, oltre un certo numero di anni, variabile a seconda dei tassi di attualizzazione impiegati, il risultato (dell’attualizzazione e della capitalizzazione) calcolato con riferimento a un orizzonte temporale limitato tende a divergere per ammontari non significativi dal risultato calcolato con riferimento a un orizzonte temporale illimitato. In casi particolari, tuttavia, quando l’azienda opera in condizioni tali da prevederne con ragionevole certezza il termine della vita economica utile (si pensi, per esempio, allo sfruttamento di cave) la durata viene assunta entro tali limiti. Le formule di attualizzazione concretamente utilizzabili derivano dalla matematica finanziaria:

- $W = R/i$, nell’ipotesi di durata illimitata;
 - $W = R a_n^i$, nell’ipotesi di durata limitata,
- dove:
- R = reddito medio normale atteso;
 - a_n^i = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per “n” anni al tasso “i”;
 - n = anni costituenti l’orizzonte temporale limitato;
 - i = tasso di capitalizzazione/attualizzazione.

Tasso di capitalizzazione/attualizzazione. Il tasso di attualizzazione deve essere determinato tenendo conto dei rendimenti equivalenti in investimenti simili, considerata anche la svalutazione monetaria nel tempo. Sotto il profilo finanziario, con “investimenti simili” si deve fare riferimento a investimenti aventi il medesimo grado di remunerazione e pari rischio. Il tasso è perciò la sintesi di due componenti ideali e, precisamente, il “rendimento” e il “grado di rischio”, inteso sia come rischio specifico dell’azienda, sia come rischio legato all’intero settore in cui l’azienda opera, ovvero ancora rischio politico e sociale del Paese nel quale la medesima opera.

Il valore dell’azienda così ottenuto rappresenta il valore di capitale economico “normale” e “caratteristico”, dovendosi, solitamente, poi aggiungere allo stesso il valore degli investimenti patrimoniali non strettamente riferibili al complesso aziendale produttivo del reddito (si pensi, ad esempio, alle unità immobiliari a uso civile abitazione di proprietà di imprese commerciali).

2.2.2.1 Determinazione del reddito medio prospettico normalizzato

Giustificazione logica. Il processo di normalizzazione dei risultati “storici” è finalizzato a individuare la reale e stabile capacità reddituale dell’azienda. Lo scopo del procedimento è quindi quello di “rettificare” i componenti economici del risultato della gestione al fine di isolare il cosiddetto “reddito normale”, ossia quel risultato economico che l’azienda riesce a esprimere stabilmente nel tempo, con un orizzonte temporale ragionevole, per il tipo d’impresa e per il settore di appartenenza.

Si è già visto come il processo di normalizzazione consista in una serie di interventi diretti a:

- * eliminare le componenti economiche “straordinarie”;
- * eliminare le componenti economiche “accessorie”;
- * eliminare le componenti economiche “non inerenti”;
- * neutralizzare le politiche di bilancio poste in essere (principalmente fiscali);
- * imputare i componenti economici eventualmente non iscritti;
- * determinare le imposte teoriche sul risultato “normalizzato”,

avendo comunque ben chiaro che non deve essere trascurato il generale principio della “significatività”, che consente di non rettificare “inquinamenti” di entità tale da renderli privi di rilevanza ai fini dell’indagine in corso.

Metodi di quantificazione. Per quanto concerne la quantificazione dei redditi “normalizzati” medi prospettici, teoricamente si potrebbero adottare quattro diversi procedimenti:

- * *metodo dei risultati storici*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati economici medi normalizzati realizzati nel recente passato;
- * *metodo della proiezione dei risultati storici*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati storici “normalizzati”, da proiettarsi però su un orizzonte temporale futuro, considerando anche le programmate politiche aziendali, i prezzi attesi, l’andamento del mercato, ecc.;
- * *metodo dei risultati programmati*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono i risultati contenuti nei budget e nei piani di programmazione “interni” eventualmente esistenti;
- * *metodo dell’innovazione*, secondo il quale il punto di riferimento per la redditività attesa sono le ipotesi di gestione futura e, soprattutto, i risultati economici a queste ragionevolmente connessi.

Soprattutto in ipotesi di stima del valore di capitale economico di piccole imprese, i metodi *dei risultati programmati* e *dell’innovazione* risultano di difficile applicazione, dal momento che manca spesso la cultura aziendale della programmazione a medio termine. Ciò determina che, in tali casi, il metodo più frequentemente utilizzato sia quello dei “risultati storici”, ovvero della “proiezione dei risultati storici”, procedendo così alla stima del potenziale economico prospettico sulla base dei risultati storici normalizzati.

Il perito stimatore, nel determinare il valore di capitale economico dell’azienda fondato su dati che prendono le mosse dalle risultanze contabili, dovrà quindi verificare pressoché ogni singola voce di conto economico.

Ricavi. Con riferimento ai ricavi, per esempio, occorre verificare che siano stati integralmente imputati a conto economico, tentando eventualmente di ricostruire anche la capacità reddituale “sommersa”.

Magazzino. Con riferimento, invece, alle giacenze di magazzino, occorre operare anzitutto un controllo fisico delle quantità presenti a magazzino presso l’azienda o presso terzi, valutando i prodotti finiti al prezzo normale di vendita, al netto degli oneri di diretta imputazione (spese d’installazione, avviamento, assistenza post vendita, ecc.).

Particolare attenzione andrà posta ai prodotti obsoleti, ovvero giacenti in quantità tali da non poter essere assorbite dal mercato, dovendosi in tal caso fare riferimento al prezzo di presunto realizzo “in blocco”.

Per quanto concerne i semilavorati, si deve adottare quale parametro di riferimento il costo di produzione, mentre per le materie prime il riferimento saranno i prezzi correnti o i più recenti costi storici d’acquisto.

Lavori in corso su ordinazione. Particolarmente delicate appaiono, invece, le

valorizzazioni dei lavori in corso su ordinazione, soprattutto nel caso in cui si tratti di commesse di lungo termine. Tali attività dovranno essere valorizzate sulla base della percentuale di completamento:

* **(Prezzo pattuito x % di completamento) – Ricavi già liquidati in via definitiva**, cioè al fine di esprimere correttamente anche i risultati economici presi a base per la stima del risultato medio normalizzato prospettico, potendosi altrimenti verificare situazioni fuorvianti di “travaso” del risultato economico maturato tra un esercizio e l'altro.

Pare evidente come, nel ricostruire i risultati economici normalizzati degli esercizi presi in considerazione nell'orizzonte temporale prescelto, debbano essere riconsiderate anche le valorizzazioni normalizzate delle giacenze iniziali, peraltro valutando preferibilmente le giacenze su base analitica e non attraverso differenziali economici “sintetici”, riconducibili all'incremento che esse hanno avuto.

Ricavi accessori. Tra i ricavi accessori alla gestione caratteristica è prassi corrente includere gli affitti attivi degli immobili civili e gli altri proventi non afferenti alla gestione caratteristica, bensì riferibili a quelle accessorie. Tali componenti reddituali devono essere quindi eliminati, in quanto accessori ed estranei alla gestione caratteristica dell'azienda.

Contributi in conto esercizio. Per quanto concerne, invece, i contributi in conto esercizio, è necessario distinguere tra contributi che hanno natura “occasionale” o “eccezionale”, e quelli con natura di tipo fisiologica. Nel primo caso devono essere eliminati, in quanto componenti economici “anomali”, mentre nella seconda ipotesi parrebbe corretto tenerne conto anche ai fini della determinazione del risultato economico medio normale atteso.

Interessi attivi. Per quanto concerne gli interessi attivi, il perito stimatore deve valutare se si tratta di proventi derivanti da investimenti accessori speculativi (da non considerare), ovvero al contrario se derivino dalla normale gestione finanziaria dell'impresa (da considerare).

Plusvalenze e minusvalenze. Particolare attenzione deve essere posta in merito alle plusvalenze e minusvalenze da alienazione di beni. Deve essere infatti attentamente distinto se trattasi di componenti reddituali conseguiti a seguito della cessione di immobilizzazioni non strumentali (da eliminarsi), di immobilizzazioni strumentali cedute o dismesse a seguito di eventi straordinari o eccezionali (da eliminare), ovvero di immobilizzazioni strumentali, per le quali la cessione viene tuttavia posta in essere in ragione della mera sostituzione fisiologica dell'apparato produttivo (e, quindi, da non eliminare), conseguendo le plus/minusvalenze a una stima (per sua stessa natura) imprecisa del periodo di durata dell'utilizzo economico del bene e/o del valore residuo al termine del processo di ammortamento.

Va da sé che, qualora emergano plus/minusvalenze connesse al fatto di aver posto in essere procedure di ammortamento “viziato” da esigenze di accelerazione o decelerazione della deduzione, per motivi di natura strettamente fiscale (per esempio, avendo stanziato gli ammortamenti anticipati), tali maggiori “rettifiche di valore” devono essere ricondotte alla normalità.

Per quanto concerne i componenti economici negativi (costi e spese), si osserva come debba essere verificato che i costi di acquisto iscritti in contabilità rappresentino gli acquisti effettivi, soprattutto nell'eventualità in cui ci si avventuri in una ricostruzione delle redditività “sommersa”, sulla base di presunti ricavi non contabilizzati e delle ignote spese connesse.

Prestazioni di terzi. Con riferimento alle prestazioni di terzi, si deve accertare la piena inerenza delle stesse rispetto al risultato economico. Ne consegue che i costi effettivamente sostenuti, ma non inerenti, in quanto per esempio finalizzati a operare una illegittima surrettizia distribuzione di utili, magari ai soli fini fiscali (vedasi i fenomeni di splitting del reddito tra familiari, ovvero, in passato, l'erogazione di compensi agli amministratori in luogo della rilevazione di utili), debbono essere riqualificati quali utili, rilevandone evidentemente anche gli effetti fiscali (maggiori imposte da stanziare).

Spese di consulenza. Anche le spese connesse alla consulenza debbono essere attentamente valutate, sotto il profilo sia dell'inerenza sia della straordinarietà. Si pensi, per esempio, al caso degli oneri accessori rispetto a operazioni straordinarie imputati a conto economico (trasferimenti di sede, spese per operazioni di finanza straordinaria, contenziosi ecc.), che devono essere oggetto di rettifica.

Spese di pubblicità. Particolarmente delicato appare anche il trattamento delle spese per pubblicità, che devono essere oggetto di attento monitoraggio sotto il profilo dell'inerenza, nonché di analisi in ragione della loro eventuale utilità economica futura, qualora non si tratti semplicemente di pubblicità ricorrente e “di mantenimento”. Nel caso sia infatti dimostrabile che si tratta di costi aventi utilità economica futura, straordinariamente sostenuti, per esempio, per il lancio di un nuovo riuscito prodotto, ben potranno essere riconsiderati, ripartendone l'impatto economico su più esercizi, anche in ragione delle vendite poi effettivamente conseguite.

Compensi agli amministratori. Con riferimento ai compensi spettanti all'am-

ministratore, come già accennato, è necessario accertarne soprattutto la congruità, sia quando risultino del tutto “assenti” o “insufficienti” (da integrare quindi sino all'ammontare convenzionale del “salario figurativo normale” ragionevolmente spettante all'imprenditore), sia quando risultino sovrastimati, dovendone in tal caso ricondurre una parte tra gli utili di esercizio.

Canoni di locazione. Analogamente, anche con riferimento ai canoni di locazione si deve verificare anzitutto la congruità, soprattutto quando si tratti, per esempio, di immobili direttamente o indirettamente riconducibili a un socio o a un amministratore.

Canoni di leasing. Di particolare importanza appare anche il trattamento dei canoni di leasing, per i quali, nella maggior parte dei casi, dovendosi attendere un ragionevolmente certo riscatto finale, l'intero impatto economico deve essere riconsiderato, qualificando la locazione finanziaria nella sua sostanza economica e, quindi, come una mera forma di finanziamento degli investimenti a medio lungo termine. Si deve quindi ricondurre l'addebito a conto economico alla sua reale natura, ripartendo i canoni tra “quota capitale” (pari agli ammortamenti che si sarebbero dovuti addebitare a conto economico alla voce “B10b) Ammortamento dei beni materiali”) e “quota interessi” (voce “C17) Interessi e altri oneri finanziari”), riconducendo l'eventuale “quadratura” a una rettifica dei risultati economici (solitamente in aumento), al netto però dell'effetto fiscale (le imposte differite per effetto dei maggiori addebiti). L'imputazione dei canoni leasing al conto economico, considerato che la durata del contratto difficilmente coincide con la vita economica utile del bene, non consentirebbe infatti una corretta misurazione dei risultati di esercizio e, inoltre, alla scadenza del contratto, l'ammortamento calcolato sul prezzo di riscatto si rivelerebbe sistematicamente sottostimato, poiché lo stesso assume spesso un valore esiguo e, comunque, inferiore al valore economico d'uso residuo.

Al fine di pervenire a una corretta ripartizione dei canoni di leasing tra quota capitale e quota interessi, isolando la componente finanziaria, può essere utilizzato il metodo di determinazione del tasso di costo interno del finanziamento. In proposito, il modello di calcolo di seguito esemplificato è basato sull'utilizzo di un tasso che consenta di identificare il valore del bene nel valore attuale dei canoni, maggiorato del valore attuale del prezzo di riscatto:

$$\begin{aligned} \cdot V_b &= C_1(1+i)^{-1} + C_2(1+i)^{-2} + \dots + (C_n + V_R)(1+i)^{-n} \\ \cdot V_b &= C_L a_n^i + V_R(1+i)^{-n} \end{aligned}$$

che può essere anche così riespressa:

$$\begin{aligned} \cdot V_b &= C_L \left\{ \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i} \right\} + V_R(1+i)^{-n} \\ \cdot V_b &= C_L a_n^i + V_R(1+i)^{-n} \end{aligned}$$

dove:

- V_b è il valore del bene;
- C_i è il canone di leasing;
- V_R è il prezzo di riscatto;
- C_L è il costo totale del leasing.

Costi del personale. Qualche considerazione deve essere dedicata anche al costo del personale, per il quale il perito stimatore deve accertare l'integrale imputazione a conto economico degli oneri di competenza, inclusi tutti gli accantonamenti per trattamento di fine rapporto, ferie non godute, festività soppresse e ratei di mensilità aggiuntive, oltre a tutti gli oneri previdenziali e assicurativi, verificando anche che non vi siano lavoratori operanti alle dipendenze dell'impresa, ma di fatto impiegati per altri fini personali dell'imprenditore (autisti, giardinieri, personale di servizio, ecc.).

Si consideri, infine, che le eventuali infrazioni commesse dall'impresa nella gestione del personale (*fringe benefit* non regolarizzati, rilevanti rimborsi spese non documentati o, peggio, retribuzioni corrisposte ma non contabilizzate) impongono lo stanziamento da parte del perito stimatore di adeguati fondi per rischi e spese future.

Ammortamenti. Come anticipato, con riferimento agli ammortamenti occorre considerare la possibilità di doverne rideterminare gli ammontari in ragione del fatto che le aliquote utilizzate sono quelle fiscali, di fatto in molti casi diverse da quelle rappresentative dell'effettivo deperimento tecnico-economico dei beni. Più precisamente, le considerazioni che possono indurre a rideterminare gli importi in esame sono le seguenti:

* le aliquote fiscali non consentono necessariamente la ripartizione del costo dell'immobilizzazione sulla base della vita economica utile e soprattutto sulla base dell'utilizzo effettivo;

* il TUIR contiene una disciplina “elastica” in materia di ammortamento, consentendo una deduzione anticipata che non sempre trova fondamento economico e il cui unico fine è quello di differire il pagamento delle imposte;

* l'ammortamento è calcolato su valori “storico-convenzionali”.

Il perito deve quindi eliminare le quote di ammortamento “anticipato” e rettificare quelle ordinarie in base all'effettivo uso del bene, nonché alla vita economica dello stesso. Gli ammortamenti devono essere inoltre rettificati in ragione del valore corrente delle immobilizzazioni, avendo riguardo alla loro obsolescenza fisica, nonché economica.

Beni inferiori al milione. Sempre con riferimento ai beni ammortizzabili, si consideri la particolare categoria cui appartengono quelli di costo unitario infe-

riore a lire un milione, la cui deducibilità è integralmente ammessa nell'esercizio di acquisto, a prescindere dal fatto che abbiano o meno una vita economica utile che travalica l'esercizio. Si tratta, al pari degli ammortamenti "anticipati", di un'altra forma di "interferenza" di natura fiscale nella redazione del bilancio, della quale devesi tener conto, dal momento che, sia pure in modo del tutto legittimo, sia sotto il profilo civilistico (art.2426 comma 2 del Codice civile) che sotto quello fiscale, determina una sottostima del patrimonio netto contabile "di funzionamento". Il perito dovrà quindi verificare la presenza nel complesso aziendale di beni completamente ammortizzati o dedotti, ma tuttavia ancora dotati di residua utilità tecnico-economica, da valorizzarsi in sede di stima sulla base del teorico "valore residuo".

Valutazione crediti. Un'altra posta contabile particolarmente delicata è rappresentata dai crediti commerciali, vuoi perché in taluni casi vengono contabilmente stanziati svalutazioni prive di riscontro economico, operate solo a fini fiscali (art.71 Tuir), vuoi perché in taluni altri casi (e con effetti ben più gravi in ordine alle "comunicazioni sociali"), viene stanziata una svalutazione limitata alla quota massima prevista dalla disciplina fiscale, senza preoccuparsi della presenza di insussistenze o rischi di esigibilità più elevati. In entrambi i casi, il perito dovrà iscrivere i crediti sulla base del valore di presunto realizzo, a prescindere da ogni e qualsiasi condizionamento indotto dalla disciplina fiscale o da (illegittime) "politiche di bilancio".

Nei casi di elevata "polverizzazione" dei crediti commerciali (numerosi e di esiguo ammontare), stante l'impossibilità di operare una verifica esaustiva delle singole posizioni, oltre a poter utilizzare le metodologie di campionamento delle posizioni da verificare risulta talvolta accettabile anche una generica svalutazione del complessivo ammontare dei crediti, sulla base di una percentuale di "perdite" determinata su base statistica convenzionale. Si consideri, inoltre, che per le imprese di piccole dimensioni, notoriamente carenti in materia di procedure di controllo della solvibilità della clientela, nonché poco avvezze a ricorrere alla copertura assicurativa dei crediti, tali rischi aumentano notevolmente, soprattutto a causa delle carenze del sistema informativo interno.

Costi di manutenzione e riparazione. Per quanto concerne i costi di manutenzione e riparazione, pare doveroso sottolineare come vi sia talvolta la tendenza a dedurre integralmente tali spese, ovvero a operare una capitalizzazione in funzione più delle esigenze di tipo fiscale o di "politica di bilancio", che per un'effettiva analisi della natura "incrementativa" o meno delle stesse. Anche in tali casi, sarà compito del perito accertarsi dell'effettiva natura delle spese sostenute e genericamente denominate come "di manutenzione", distinguendo invece, correttamente tra:

- * spese di manutenzione ordinaria, ricorrenti e tese semplicemente a ripristinare la funzionalità dei beni cui si riferiscono;
- * spese incrementative, destinate a incrementare la capacità produttiva, l'efficienza o la sicurezza dei beni per i quali vengono sostenute, risultandone così legittimata la capitalizzazione.

Altri costi. Un'ultima considerazione meritano anche le spese sostenute per autoveicoli, radiotelefonici cellulari, contravvenzioni, partecipazioni a corsi di formazione, acquisti di libri e cancelleria, nonché soggiorni e "consumazioni" in alberghi e ristoranti. Con riferimento a tali fattispecie, il perito dovrà innanzitutto operare un'analisi "di inerenza". L'obiettivo è evidentemente quello di determinare la quota di dette spese sostenute per le esigenze "extra-lavorative" degli amministratori / soci / manager, riqualificandole come utile (poi distribuito "in natura") se destinate ai soci, ovvero come spese per prestazioni ricevute se sostenute a favore di amministratori o dipendenti. Pur nella considerazione che già dovrebbero essere così contabilizzati nel bilancio di esercizio (voce "E21) Oneri straordinari"), si sottolinea come gli oneri connessi a *sanatorie e condoni* abbiano natura straordinaria e, quindi, debbano essere esclusi in sede di determinazione del risultato economico medio prospettico.

Effetti fiscali impliciti nelle valutazioni. Una volta eseguite le "rettifiche" necessarie per "normalizzare" i risultati economici presi a base per la determinazione del risultato economico medio prospettico, devesi affrontare anche il problema della determinazione delle imposte di competenza del risultato "rettificato".

Una prima considerazione deve essere dedicata al fatto che, se nella serie dei risultati normalizzati ve ne sono alcuni per i quali erano vigenti norme fiscali molto difformi rispetto a quelle applicabili agli esercizi interessati dall'orizzonte temporale oggetto di analisi prospettica, si debbono operare le necessarie rettifiche. Si pensi, per esempio, al diverso impatto sul conto economico dell'IRAP in luogo dei tributi abrogati (ILOR, SSN, Tassa sulla Partita IVA, ICIAP, ecc.), anche in funzione della diversa struttura patrimoniale dell'impresa, ovvero alla possibilità di usufruire della Dual Income Tax. Qualora ciò fosse significativo (e in genere lo è), andrebbe quindi considerato anche tale correttivo, tenendo conto sia delle intervenute modifiche al sistema impositivo, sia dei maggiori o minori componenti economici che la "normalizzazione" comporta.

2.2.3 Scelta tra il metodo patrimoniale e il metodo reddituale

Analisi comparata fra i due metodi. Accade talvolta che il valore del capitale

economico aziendale sia svincolato rispetto al suo valore meramente patrimoniale, per esempio con riferimento a quelle imprese la cui organizzazione, marchio, clientela, Know How tecnologico, ecc., costituiscono proprio i fattori determinanti dei risultati. I settori dove è maggiormente evidente tale fenomeno sono, evidentemente, quello commerciale o dei servizi. In tali casi si tratta di imprese caratterizzate da limitati patrimoni investiti, ma dotate di rilevanti potenzialità economiche. In questi casi il patrimonio, per quanto adeguatamente rivalutato e rettificato, rimane pur sempre un valore inadeguato a esprimere l'intero valore del capitale economico, risultando quindi doveroso applicare metodologie di stima che tengano in debita considerazione anche e soprattutto gli aspetti di tipo reddituale, assicurandosi eventualmente che tali potenzialità possano mantenersi inalterate nel tempo.

La mera stima patrimoniale, inoltre, non soddisfa il requisito della "sostenibilità economica" dei maggiori valori patrimoniali attribuiti all'azienda, dovendosi verificare se la redditività aziendale possa far fronte, per esempio, ai maggiori ammortamenti connessi ai "nuovi" valori patrimoniali. Si impone, così, una verifica reddituale dei valori patrimoniali determinati in sede di stima.

Quando si tratti, infine, di valutare aziende condotte da imprese in perdita, pare evidente come risulti del tutto inadeguato il metodo patrimoniale, dovendosi tener conto delle perdite che andranno a decurtare i valori meramente patrimoniali espressi dal complesso dei beni aziendali, dovendosi anche decidere se limitarsi a rettificare il patrimonio netto per effetto dell'iscrizione del cosiddetto avviamento negativo, ovvero addirittura ricondurne il valore sino al limite minimo di valutazione costituito dal capitale "di liquidazione".

Al contrario, possono presentarsi casi in cui un'adeguata rivalutazione delle componenti patrimoniali (eventualmente anche espresse nei beni immateriali) sia, da sola, sufficiente a esprimere correttamente il valore del capitale economico aziendale. Vi sono imprese, infatti, come quelle immobiliari o come le società holding "pure", il cui valore complessivo è strettamente connesso al valore intrinseco delle singole attività possedute.

2.2.4 Metodo dei flussi finanziari

Logica valutativa. Il metodo dei flussi finanziari considera l'azienda come un qualsiasi investimento e ne valuta il patrimonio attualizzandone i flussi finanziari (o monetari) futuri.

I metodi finanziari richiedono un'accurata previsione, non solo in termini di risultati economici futuri, bensì anche di politiche d'investimento e di indebitamento aziendale.

Lo sviluppo del modello di calcolo risulta così riassumibile: indicando con W il valore economico dell'azienda, con F(i) i flussi finanziari e con I gli investimenti futuri e necessari avremo:

$$\begin{aligned} \cdot W &= F(1)(1-i)^{-1} + F(2)(1-i)^{-2} + \dots + F(n)(1-i)^{-n} - I(1-i)^{-k} \\ \cdot W &= \sum (F) \{ [1 - (1-i)^{-n}] / i - I(1-i)^{-k} \} \\ \cdot W &= F(1)v + F(2)v^2 + \dots + F(n)v^n \\ \cdot W &= F a_n^i \end{aligned}$$

dove $v^n = 1/(1+i)^n$ sono i coefficienti di attualizzazione.

Pregi e difetti. Poiché difficilmente si possono prevedere in modo attendibile i flussi finanziari futuri, il metodo in esame appare fortemente aleatorio. È per questa sua aleatorietà che il metodo stesso è poco utilizzato.

2.2.5 Metodo misto

Logica valutativa. Il cosiddetto metodo "misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento", pur non essendo sempre quello maggiormente indicato, risulta essere tuttavia quello storicamente più frequentemente utilizzato, almeno nella realtà professionale italiana. Assunto, infatti, che il valore del capitale economico dell'azienda può essere determinato quale sommatoria di due elementi, il capitale netto "rettificato" (determinato con il metodo patrimoniale) e l'avviamento autonomamente determinato (per esempio, per attualizzazione dei sovraredditi futuri), questo metodo parrebbe poter contemperare entrambe le esigenze, determinando il valore attribuibile sia alle componenti patrimoniali del patrimonio aziendale, sia a quelle più specificamente di fonte reddituale (l'avviamento).

Natura dell'avviamento. Sul piano dell'economia aziendale devesi innanzitutto distinguere le fattispecie dell'avviamento "soggettivo" e dell'avviamento "oggettivo", in ragione del grado di "trasferibilità" e della "valutabilità" dello stesso in via autonoma rispetto alla figura dell'imprenditore (o anche del *management*), un elemento di assoluta rilevanza nel caso delle imprese di medio-piccole dimensioni.

Fattori trasferibili e non trasferibili. I fattori "trasferibili" dell'avviamento possono essere identificati, per esempio, in quelli relativi all'ubicazione e alle altre condizioni "ambientali" riferibili all'impresa, quali la diffusione del marchio, l'ampiezza, il grado di stabilità e la qualità del "parco clienti", la competenza del personale dipendente, il mix di posizionamento dei prodotti e i relativi prezzi.

D'altra parte, costituiscono invece fattori "non trasferibili" quelli legati alla figura dell'imprenditore, ovvero di coloro che comunque guidano l'azienda, con particolare riferimento alla concreta partecipazione alla vita aziendale da parte del-

l'imprenditore, alle relazioni instaurate con i dipendenti, con i clienti e i fornitori, ecc.. La capacità reddituale riferibile alla piccola e, talvolta, anche media impresa è il più delle volte maggiormente legata all'avviamento "soggettivo", così come sopra definito. Il perito stimatore deve quindi tenere in debita considerazione tutto ciò, riscontrandosi nei fatti una generale e rilevante difficoltà a oggettivizzare un avviamento di tipo "soggettivo", un processo che necessita di un cambiamento di mentalità da parte dell'imprenditore, di un passaggio da strutture "autoritarie" a strutture ove la delega e una cultura manageriale divengono assolutamente strategiche. Se ne deduce che, sebbene non si possa evitare di identificare e di prendere in considerazione anche l'avviamento "soggettivo", questo debba necessariamente assumere un peso diverso rispetto a quello "oggettivo", indubbiamente meno problematico da trasferire.

Nei casi in cui risulti prevalente l'avviamento "soggettivo", tali considerazioni vengono generalmente recepite, sotto il profilo procedurale, aumentando il tasso di attualizzazione dei sovraredditi futuri, a fronte del maggior rischio specifico dell'azienda oggetto di stima.

La verifica reddituale. Si è già visto come la stima condotta valorizzando la sola componente patrimoniale possa costituire un punto di partenza ma, di per sé, non possa ritenersi generalmente sufficiente al fine di pervenire a un valore del capitale economico realmente attendibile. Viene così spesso operata quantomeno una verifica di tipo "reddituale" dei valori patrimoniali, generalmente condotta mediante il confronto tra il reddito medio normale atteso "R" e il valore patrimoniale "K", al fine di stabilire se il tasso di remunerazione che ne risulta ($i = R/K$) sia allineato con i tassi correnti per investimenti similari a parità di rischio. Tale risultato assume come ipotesi che nell'ambito di ciascun periodo considerato i flussi reddituali si distribuiscano in modo uniforme, convenendo conseguentemente che, ai fini della loro capitalizzazione, i flussi si concentrino a metà di ogni periodo.

La "verifica reddituale" potrebbe inoltre consentire di ipotizzare l'attribuzione all'azienda di un valore anche superiore rispetto al capitale netto rettificato "K" determinato con il metodo patrimoniale. Questa possibilità è fondata sull'ipotesi che la redditività prospettica sia in grado di remunerare un capitale anche maggiore di quello così stimato. In definitiva:

* se $R / i > K$

la differenza $(R / i) - K$ potrebbe rappresentare l'avviamento o, comunque, le componenti immateriali latenti che caratterizzano il potenziale reddituale del complesso aziendale.

Una volta stimata un'esistenza ragionevolmente certa dell'avviamento, viene spesso operata una sorta di preliminare "spalmatura" del differenziale sopra evidenziato sui beni immateriali aziendali (marchio commerciale, brevetti, know how, ecc.) iscrivendo, per l'eventuale eccedenza, un valore residuo a titolo di generico "avviamento".

Qualora, invece, l'esito della verifica sia poco soddisfacente in quanto:

* $R / i < K$

la differenza negativa $(R / i) - K$ rappresenta verosimilmente un'insufficiente capacità reddituale dell'azienda rispetto alle esigenze di remunerazione della componente patrimoniale o, addirittura, un avviamento negativo (c.d. bad-will), la cui rilevazione si traduce spesso, innanzitutto, in una riduzione proporzionale delle plusvalenze iscritte sui beni in sede di stima operata con metodo patrimoniale a un ammontare sostenibile in termini sia di ammortamenti, sia di remunerazione del capitale investito, con il risultato di ridurre gli ammortamenti (per effetto del minor valore assunto dai beni oggetto di stima) e di aumentare quindi la redditività media normale attesa, almeno sino al punto in cui $R / i = K$, essendo aumentato "R" e diminuito "K". Viene quindi operata una riduzione del capitale netto rettificato, limitando innanzitutto la rivalutazione dei beni ammortizzabili (c.d. rivalutazione "controllata"), per esempio sino a lasciare inalterati i valori "storici", ovvero attribuendo addirittura valori di liquidazione, nel caso in cui la prospettiva non sia semplicemente di scarsa redditività, essendovi bensì l'aspettativa di perdite.

Con specifico riferimento, poi, alla scelta di quali valori ridurre, esclusi per evidenti motivi i valori numerari, per i quali la riduzione non avrebbe senso, l'attenzione si pone sui valori "stimati". Il riferimento principale è, evidentemente, a quei beni il cui ammortamento incide profondamente sulla capacità reddituale dell'impresa; si pensi, per esempio, a taluni beni immateriali oggetto di stima (il valore attribuibile ai brevetti o ai marchi) o alle rivalutazioni iscritte sui beni materiali ammortizzabili.

Stima autonoma avviamento. Il metodo misto più diffuso consiste però in una variante caratterizzata dalla stima diretta e autonoma dell'avviamento, inteso come valore attuale dei sovraredditi futuri, da sommare al capitale netto rettificato e rivalutato, secondo il modello di calcolo di seguito indicato:

* $W = K + (R - i' K) a_n^i$

dove:

* W = capitale economico;

* K = capitale netto "rettificato";

* R = reddito medio normale atteso (al netto del salario figurativo spettante all'imprenditore);

* i' = tasso di redditività medio normale, riferibile sia al "settore" sia alla specifica realtà dell'impresa oggetto d'indagine;

* a_n^i = valore attuale della rendita unitaria annuale posticipata per "n" anni al tasso " i' ";

* n = anni costituenti l'orizzonte temporale limitato di manifestazione dell'avviamento;

* i = tasso di attualizzazione del sovrareddito.

Assunto che tra le ipotesi di lavoro vi è quella della durata temporalmente limitata dei sovraredditi, ne consegue che l'attualizzazione dell'avviamento deve essere operata su un numero limitato di anni (n).

Metodo della media aritmetica. Un altro modello di calcolo (ritenuto però meno rigoroso) si basa invece sulla determinazione della media tra i valori di capitale economico determinati rispettivamente con il metodo "patrimoniale" (complesso) e con il metodo "reddituale", secondo il seguente schema:

* $W = \{[(R/i) + K](1/2)\}$.

2.2.6 Metodo dell'EVA

Logica valutativa. L'EVA (Economic Value Added) rappresenta sostanzialmente un indicatore di performance, individuato al fine di misurare la capacità dell'azienda in funzionamento di produrre nuova ricchezza, similmente a quanto avviene per il ROI (Return On Investment) o il ROE (Return On Equity). L'EVA, tuttavia, pur essendo un indicatore di performance in termini di risultati economico-finanziari, può divenire anche un utile strumento di stima dei valori di capitale economico di un'azienda.

Questo modello valutativo appare informato a una logica analoga a quella che caratterizza il metodo "misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento", tuttavia con la differenza che l'avviamento è calcolato su base finanziaria (quale sommatoria dei valori attuali dei singoli EVA) anziché su base reddituale (quale sommatoria dei sovraredditi attesi attualizzati).

Il modello assume poi particolare significatività in ragione del fatto che vengono parimenti considerate le componenti patrimoniale, reddituale e finanziaria del potenziale valore di capitale economico esprimibile dal complesso aziendale, ove:

- la componente patrimoniale è intesa quale "capitale netto investito";

- la componente reddituale è intesa quale "redditività operativa netta";

- la componente finanziaria risulta riconducibile agli effetti sul risultato finale della struttura finanziaria, del costo del capitale di terzi e del rischio specifico aziendale.

Pregi e difetti. Il modello si pone quindi l'obiettivo di contemperare aspetti patrimoniali, reddituali e finanziari, dovendosi così considerare come particolarmente completo nell'analisi, anche se, stante una certa "eterogeneità" degli elementi congiuntamente analizzati, il significato dei risultati non risulta essere sempre facilmente interpretabile.

Capitale investito netto. L'elemento patrimoniale oggetto di analisi è il cosiddetto "capitale investito netto" (denominato CIN), così determinabile:

* $CIN = \text{Totale attivo "operativo"} - \text{Fondi di ammortamento} - \text{Debiti commerciali} - \text{TFR}$

Capitale investito netto rettificato. I valori espressi dai dati contabili debbono essere tuttavia rettificati al fine di pervenire a una valorizzazione finalizzata alla determinazione del capitale economico aziendale, per esempio rilevando le plusvalenze implicite nei beni oggetto di stima e iscrivendo ogni passività ritenuta certa o probabile, analogamente a quanto avviene per il metodo patrimoniale già più sopra analizzato, al quale si rimanda per le peculiarità applicative. Tale processo di "rettifica" del valore del capitale investito netto determina la stima del cosiddetto "capitale investito netto rettificato" (CIN').

EVA. Una volta stimato il CIN' diviene possibile determinare gli EVA attesi, secondo il seguente modello di calcolo:

* $EVA = \{[RO(1 - t) / CIN] - WACC\} \times CIN$

dove:

* RO è il "reddito operativo netto";

* $(1 - t)$ è il "coefficiente di redditività operativa" depurato dall'effetto del carico fiscale;

* CIN è il "capitale netto investito";

* WACC è il "costo del capitale investito" (Weighted Average Cost of Capital), che identifica il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento investite in azienda, determinabile con la formula detta "di Modigliani-Miller":

* $WACC = \{[i + aB] \times (CN/CI)\} + [OF(1 - t) \times (CT/CI)]$

Dove:

* $[i + aB] \times (CN/CI)$ rappresenta il costo del capitale proprio;

* $[OF(1 - t) \times (CT/CI)]$ rappresenta il costo del capitale di terzi;

* "i" identifica il rendimento delle attività senza rischio, per esempio dei titoli del debito pubblico;

* "a" identifica il premio riconosciuto al rischio;

* "B" identifica il cosiddetto "fattore Beta", ovvero un coefficiente di "rischio settoriale", che indica la variabilità dei risultati del settore rispetto all'andamento economico generale (se Beta assume valori superiori a uno il premio

per il rischio aumenta, in caso contrario, evidentemente, diminuisce);

* CN/CI rappresenta il capitale netto rapportato al capitale investito, in definitiva identificando la percentuale di capitale di rischio rapportato al totale del capitale investito nell'azienda;

* OF identifica il costo delle fonti finanziarie concesse a prestito da terze economie;

* $(1 - t)$ identifica ancora una volta il coefficiente per il quale moltiplicare un componente reddituale lordo (in questo caso il costo dell'indebitamento) al fine di ottenerne il valore al netto delle imposte;

* $CT/CI = [(CI - CN)/CI]$, identifica la percentuale di capitale di terzi rapportato al totale del capitale investito nell'azienda.

Nei casi in cui $[RO(1 - t)]/CIN > WACC$ l'azienda è in grado di produrre una remunerazione superiore al costo del denaro e, quindi, l'indebitamento finalizzato a finanziare lo sviluppo dei volumi produttivi avrebbe un effetto leverage positivo. Nei casi in cui $[RO(1 - t)]/CIN < WACC$ l'azienda non è invece in grado di produrre una remunerazione sufficiente anche solo per soddisfare il capitale investito. Una volta identificato il principio di funzionamento dell'indicatore, risulta possibile identificare anche un modello di calcolo del valore di capitale economico aziendale:

$$* \quad W = CIN' + \sum (VA)EVA - DFN$$

dove:

* CIN' identifica il capitale investito netto rettificato;

* $\sum (VA)EVA$ identifica la sommatoria dei valori attualizzati degli EVA;

* DFN identifica infine l'indebitamento finanziario netto, pari alle passività finanziarie al netto delle attività finanziarie.

La sommatoria dei valori attualizzati degli EVA può essere così espressa:

$$* \quad \sum (VA)EVA = VA\ EVA(1) + VA\ EVA(2) + \dots + VA\ EVA(\text{ultimo stimato})$$

In dottrina viene tuttavia sostenuta come percorribile la via della determinazione "analitica" di alcuni EVA in ragione dei quali determinare un EVA "medio" (media aritmetica) da attualizzare come una rendita costante rispetto a un orizzonte temporale finito di "n" anni.

3 METODI DI VALUTAZIONE SUDDIVISI PER TIPO DI ATTIVITÀ

3.1 Premessa

I requisiti dei vari metodi. I metodi di valutazione delle aziende, essendo essenzialmente finalizzati alla valorizzazione del capitale economico, dovrebbero, sul piano teorico, presentare contestualmente i seguenti requisiti:

- razionalità;
- dimostrabilità;
- obiettività;
- stabilità;
- generalità.

Ciò significa, in altri termini, che lo specifico metodo di valutazione adottato dovrebbe derivare da un processo logico convincente (razionalità), utilizzare variabili e parametri adeguatamente supportati da dati controllabili (dimostrabilità), prescindere da valutazioni soggettive (obiettività), generare un valore che non muta per effetto di eventi contingenti (stabilità) e prescindere dalla finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata e dalla forza contrattuale delle parti (generalità).

I metodi di valutazione elaborati dalla dottrina non appaiono ottimali sotto ogni profilo, nel senso che, concretamente, ogni metodo di valutazione presenta una diversa intensità dei suddetti requisiti, ben potendo accadere che il metodo di valutazione che appare ottimale sotto il profilo del requisito x sia il peggiore sotto il profilo del requisito y .

Da ciò discende l'esigenza di ricorrere all'impiego di più metodi di valutazione, al fine di "mediare" i risultati ottenuti, e di utilizzare, eventualmente, un metodo come principale e uno o più metodi alternativi in funzione di controllo della stima ottenuta attraverso l'applicazione del primo.

La concreta applicazione. In sede di concreta applicazione dei metodi di valutazione lo scenario è reso ulteriormente complesso dalla specificità dei settori merceologici in cui le aziende oggetto di valutazione operano, nonché, dato uno specifico settore, dalle caratteristiche di ogni singola azienda. Un'ultima variabile necessariamente da considerare in sede di scelta tra i metodi di valutazione disponibili è costituita dalla specifica finalità per cui la valutazione dell'azienda è effettuata.

Infine, è necessario che la valutazione dell'azienda sia effettuata considerando opportunamente lo scenario macroeconomico in cui l'azienda ha operato, opera, e, presumibilmente, opererà.

Inesistenza di soluzioni universali. Queste brevi premesse hanno come unica finalità quella di segnalare come non sia possibile fornire "ricette" universalmente applicabili, risultando peraltro possibile evidenziare, con riferimento ad aziende operanti in diversi settori (settore industriale, commerciale, finanziario, assicurativo, ecc.), i metodi di valutazione più diffusamente utilizzati qualora l'azienda oggetto di valutazione presenti, nell'ambito dello specifico settore in cui opera, condizioni "normali".

3.2 Aziende industriali

Rilevanza della redditività. Ai fini dell'identificazione del metodo di valutazione che, in condizioni "normali", può essere qualificato come metodo base di generale accettazione, è preliminarmente opportuno introdurre alcune distinzioni in funzione della redditività dell'azienda industriale oggetto di valutazione.

Aziende redditizie: metodo misto. Poiché, in condizioni "normali", nell'ipotesi di un'azienda redditizia, il valore economico è funzione sia del valore degli elementi patrimoniali dell'azienda, sia (prevalentemente ma non esclusivamente) della capacità di produrre reddito, si è soliti fare ricorso al metodo misto.

Si tratta, da un lato, di valutare analiticamente gli elementi patrimoniali che costituiscono l'azienda stessa (utilizzando i criteri di valutazione già illustrati) e, dall'altro lato, di stimare in via autonoma il valore del "goodwill", vale a dire della grandezza che esprime la capacità dell'azienda di produrre reddito (con i connessi problemi in termini di determinazione del reddito, del tasso di interesse e dell'orizzonte temporale da includere nelle formule di valutazione). Il valore complessivo dell'azienda è funzione dei valori così ottenuti.

Con riferimento alla valutazione degli elementi patrimoniali, un primo problema si pone in ordine all'inclusione, ovvero all'esclusione, tra gli elementi da valutare, degli elementi immateriali, con specifico riferimento anche agli elementi non iscritti in bilancio in quanto non acquisiti a titolo oneroso.

Relativamente alle aziende industriali, gli elementi immateriali in questione sono costituiti, in senso lato, essenzialmente dalla tecnologia, dalla politica e dalla strategia di ricerca (tanto più importante quanto più il settore in cui l'azienda opera è ad alta intensità di ricerca) e da tutto ciò che rientra nella nozione di marketing. La valutazione di tali elementi deve fondarsi, laddove possibile, su di un processo di valorizzazione razionalmente motivato (valutazione analitica). In casi soltanto sporadici appare giustificabile il ricorso a parametri e formule derivanti dal mercato o dalla diretta esperienza (valutazione empirica).

Aziende non redditizie: metodo patrimoniale semplice con rivalutazione controllata. Nell'ipotesi di un'azienda scarsamente redditizia, data l'esiguità del valore attribuito alla redditività dell'azienda, anziché applicare la metodologia precedentemente esposta si è soliti ricorrere al metodo patrimoniale semplice (prescindendo quindi dalla valutazione degli elementi immateriali), integrando peraltro la rivalutazione degli elementi del patrimonio aziendale (effettuata come nell'ipotesi di azienda redditizia) in maniera tale da consentire una "ragionevole" distribuzione del valore attribuibile alla redditività dell'azienda.

Infine, nell'ipotesi di un'azienda in perdita, anziché procedere alla rivalutazione massima tecnicamente consentita degli elementi patrimoniali, e alla successiva riduzione del valore globale così ottenuto in funzione della redditività (negativa) dell'azienda, appare più razionale procedere a una minore rivalutazione degli elementi patrimoniali (soprattutto cespiti ammortizzabili), tenendo conto delle due variabili considerate (patrimonio e redditività) anche alla luce delle aspettative reddituali future connesse all'ammortamento del (minor) costo dei cespiti così determinato. L'obiettivo che si vuole raggiungere consiste nella determinazione, a livello aggregato, del medesimo valore che si determinerebbe rivalutando completamente gli elementi patrimoniali dell'azienda e riducendo tale valore in funzione del "badwill" (procedura questa non estranea alla prassi).

Casi particolari: impianti rilevanti. Prescindendo ora da considerazioni circa la redditività dell'azienda (da cui dipende la scelta del metodo di valutazione concretamente applicabile, come evidenziato), alcuni problemi particolari si pongono in relazione alla definizione dell'arco temporale e alla determinazione del reddito da considerare ai fini del computo del valore da attribuire alla suddetta redditività. Ciò che qui interessa sottolineare è come, in alcune ipotesi, sia utile fare riferimento a un orizzonte temporale limitato (in funzione della vita degli impianti) e cercare di prevedere il reddito atteso anno per anno.

Tale situazione è tipica delle aziende industriali caratterizzate dalla presenza di un impianto di importanza (e valore) assolutamente rilevante sia in senso assoluto sia in senso relativo rispetto agli altri elementi patrimoniali (situazione che si verifica, ad esempio, con riferimento alle aziende siderurgiche). L'ipotesi sottostante a tale situazione è la coincidenza della vita dell'azienda con la vita dell'impianto considerato.

Casi particolari: attività dei soci. Considerazioni simili valgono, per certi versi, relativamente alla valutazione di aziende di piccole dimensioni caratterizzate da una spiccata dipendenza della redditività aziendale dall'attività personalmente esercitata dai soci imprenditori. In tale ipotesi l'orizzonte temporale deve essere opportunamente limitato in funzione delle aspettative future circa l'esercizio personale dell'attività da parte dell'imprenditore.

Aziende conglomerate. Un'ultima considerazione riguarda l'opportunità, in presenza di aziende operanti in più aree di affari, di procedere alla valutazione con riferimento alle distinte aree di affari.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle aziende industriali (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati

a confronto, EGEA):

Metodi base aziende industriali:

- * **aziende redditizie:**
 - metodo patrimoniale semplice con stima autonoma del "goodwill";
 - metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill";
- * **aziende scarsamente redditizie:**
 - metodo patrimoniale semplice con rivalutazione controllata;
- * **aziende in perdita:**
 - metodo patrimoniale semplice con rivalutazione controllata e stima autonoma del "badwill";
 - metodo patrimoniale complesso con rivalutazione controllata e stima autonoma del "badwill".

Metodi di controllo:

- metodo delle comparazioni di mercato;
- metodo reddituale;
- metodo patrimoniale semplice.

Casi particolari:

- metodo reddituale con attualizzazione dei redditi attesi anno per anno;
- metodo empirico.

3.2.1 Aziende industriali: esempi di valutazione

Nell'ambito delle aziende industriali assume fondamentale rilevanza la valutazione dei cespiti strumentali e del magazzino, nonché l'adeguamento dei conti passivi relativi al personale dipendente.

Terreni e fabbricati. Data la formazione tecnico-culturale del "tipico" valutatore d'azienda, è quantomai opportuno il ricorso a coadiutori terzi professionalmente competenti (ingegneri, architetti, geometri, ecc.) al fine di ottenere una stima attendibile dei cespiti in esame. La valutazione così ottenuta costituisce il necessario punto di partenza del valutatore che potrà/dovrà procedere alla rettifica di tale valore al fine di riflettere, nel generale rispetto del principio della prudenza, le eventuali difficoltà contingenti del mercato immobiliare (nel caso in cui la stima del coadiutore non appaia ispirata a tale principio). In tale attività di rettifica il valutatore deve considerare in maniera specifica le finalità per cui la perizia è richiesta e, ricorrendone le ipotesi, cercare di esprimere il valore economico dei cespiti considerati nell'ambito del processo produttivo.

Altre immobilizzazioni. Anche in tale ipotesi può essere utile (in alcuni casi necessario) il ricorso a un coadiutore terzo. Il valore contabile ancora da ammortizzare, ovvero il valore di stima del coadiutore terzo, costituisce anche in tale ipotesi il necessario punto di partenza del valutatore che potrà/dovrà procedere alla rettifica di tale valore per le medesime finalità già illustrate (principio di prudenza), ovvero per riflettere un eventuale valore di realizzo a fronte di un valore contabile residuo pari a zero, giungendo ad esprimere un valore che tenga conto anche:

- * del valore espresso dal mercato attraverso una stima dei prezzi di realizzo delle immobilizzazioni in esame, un'eventuale proposta commerciale di acquisto;
- * del valore di riacquisto espresso a prezzi correnti delle medesime immobilizzazioni;
- * del grado di obsolescenza e vetustà delle stesse.

Magazzino. La valutazione del magazzino deve essere effettuata considerando, per quanto possibile, le seguenti variabili:

- * composizione interna (materie prime, sussidiarie e di consumo, semilavorati e prodotti finiti);
- * caratteristiche del mercato;
- * tempi di smaltimento della produzione.

Costi relativi al personale. Per ciò che attiene al passivo, occorre procedere con particolare attenzione nella valutazione delle poste relative al personale dipendente, rappresentate, tipicamente, dalle seguenti voci di bilancio:

- * trattamento di fine rapporto;
- * rateo ferie non godute;
- * rateo mensilità aggiuntive (tredicesima, ecc.).

3.3 Aziende commerciali

Valgono le medesime considerazioni espresse relativamente alle aziende industriali redditizie (preferenza per il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill") con alcune importanti differenziazioni per ciò che attiene agli elementi immateriali, dato il diverso peso che tali elementi presentano, solitamente, nell'ambito delle aziende commerciali.

Elementi immateriali. In primo luogo, è opportuno segnalare come non si ponga il problema relativo all'inclusione, ovvero all'esclusione, tra gli elementi da valutare, degli elementi immateriali, posto che tali elementi devono necessariamente essere presi in considerazione ai fini della valutazione dell'azienda, dal momento che (spesso, se non sempre) contribuiscono in misura rilevante alla formazione del valore complessivo.

Relativamente alle aziende commerciali, gli elementi immateriali in questione sono costituiti, in senso lato, essenzialmente da tutto ciò che rientra nella nozio-

ne di marketing e, in particolare, dalla cosiddetta "licenza" (autorizzazione amministrativa).

In secondo luogo è frequente il ricorso alla valorizzazione degli elementi immateriali (in particolare della "licenza") attraverso parametri e formule derivanti dal mercato o dalla diretta esperienza (valutazione empirica). Teoricamente il valore della "licenza" è funzione di una serie di variabili, tra le quali, a titolo meramente esemplificativo:

- * l'ubicazione dell'esercizio commerciale;
- * l'immagine presso la clientela;
- * il tipo di clientela;
- * la politica dei prezzi adottata;
- * la qualità della merce negoziata.

Tuttavia, poiché gli elementi indicati non necessariamente sono in maniera imprescindibile connessi alla "licenza", nel senso che può ben accadere che tali elementi non "seguano" la licenza in caso di trasferimento della stessa, e dato che il valore segnaletico determinato in funzione delle variabili indicate può risultare, pertanto, scarsamente significativo, è frequente il ricorso alla valorizzazione della "licenza" semplicemente in funzione del volume del fatturato. Si tratta, in estrema sintesi, di moltiplicare il fatturato per una percentuale (che, a seconda della specifica attività esercitata, può assumere convenientemente un valore collocato all'interno dell'intervallo di estremi 0,15 e 1,30) e di integrare il valore così ottenuto al fine di riflettere, attraverso un opportuno correttivo, la specificità dell'azienda oggetto di valutazione (si consideri, ad esempio, l'esistenza di un eventuale contratto di affitto avente ad oggetto i locali in cui l'attività è esercitata e la durata di tale contratto).

Rispetto al passato la valutazione della "licenza" deve essere effettuata tenendo in debita considerazione le nuove regole che disciplinano l'esercizio di attività commerciali.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle aziende commerciali (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, EGEA):

Metodo base aziende commerciali:

- * metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill".

Metodi di controllo:

- * metodo delle comparazioni di mercato;
- * metodo reddituale;
- * metodo patrimoniale complesso;
- * metodo empirico.

3.4 Aziende bancarie e finanziarie

Valgono, dopo gli opportuni adattamenti, le medesime considerazioni espresse relativamente alle aziende commerciali (preferenza per il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill").

Valutazione elementi immateriali. Relativamente alle aziende bancarie e finanziarie, le variabili necessariamente da considerare ai fini della determinazione del valore da attribuire agli elementi immateriali si manifestano sia sotto il profilo quantitativo sia sotto il profilo qualitativo.

Tra tali variabili devono essere necessariamente annoverate, a titolo meramente esemplificativo:

- le caratteristiche dei depositi;
- la capacità dell'azienda di impiegare la raccolta;
- il ruolo e l'importanza dei servizi;
- l'efficienza gestionale;
- l'immagine;
- la dimensione;
- la localizzazione degli sportelli e degli uffici.

Sulla base di tali variabili è possibile individuare un opportuno coefficiente (espresso anche dal mercato) con il quale moltiplicare il valore della raccolta, eventualmente operando per classi, al fine di determinare (empiricamente) il valore del cosiddetto "avviamento sui depositi". Tale coefficiente si colloca, tendenzialmente, tra il 10% e il 15% per le banche, e tra il 2% e 5% per le aziende finanziarie.

Un discorso analogo deve essere fatto per ciò che attiene alla cosiddetta "raccolta indiretta" (servizi di amministrazione titoli, amministrazione patrimoni, ecc.). In tale ipotesi si applica la medesima procedura empirica, utilizzando coefficienti che si collocano, essenzialmente, tra l'1% e il 3%. La valorizzazione analitica dell'avviamento deve essere effettuata anche considerando in maniera opportuna previsioni relative ad alcuni fattori critici quali lo sviluppo della raccolta, lo sviluppo dei servizi e la forbice tra i tassi attivi e passivi.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle aziende bancarie e finanziarie (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, EGEA):

Metodo base aziende bancarie:

- * metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill".

Metodi di controllo:

- * metodo delle comparazioni di mercato;
- * metodo reddituale.

3.5 Holding

Nel prosieguo si evidenziano, soltanto in sintesi, i problemi di valutazione tipici che si presentano con riferimento alle aziende caratterizzate dalla presenza di partecipazioni, applicandosi, in generale, la metodologia esposta e illustrata nei paragrafi precedenti.

Con riferimento alle holding è concettualmente possibile muoversi secondo una delle due seguenti direzioni:

- valutazione della holding singolarmente considerata;
- valutazione dell'intero gruppo di cui la holding è parte.

Valutazione dell'intero gruppo. È fuor di dubbio la preferenza per la seconda opzione, posto il significato economico del gruppo considerato come azienda unitaria e l'incompletezza di una valutazione effettuata in funzione della holding isolatamente considerata. Peraltro, la valutazione dell'intero gruppo presuppone l'esistenza del bilancio consolidato.

Problemi possono sorgere in presenza di gruppi conglomerati, dati i riflessi sul bilancio consolidato che possono generarsi, nell'ipotesi in esame, per effetto della disciplina introdotta dal decreto legislativo 127/91 in tema di esclusione di determinate società dall'area di consolidamento.

Nella situazione in esame l'alternativa che si pone è quella di valutare la singola partecipazione, ovvero operare sulla base di sottogruppi omogenei.

Tra le altre motivazioni che giustificano la preferenza per la valutazione dell'intero gruppo vi sono le seguenti:

* il rapporto che intercorre tra il "bene" partecipazione e il soggetto che lo detiene (holding) può non essere assimilabile al rapporto che intercorre tra un'azienda industriale e un generico bene aziendale;

* l'esigenza di evitare, da un lato, possibili carenze di stima e, dall'altro lato, altrettanto possibili duplicazioni di valori.

Quest'ultima perplessità discende, ovviamente, dalle caratteristiche del rapporto che può legare la holding alla società partecipata.

Metodo patrimoniale semplice misto. Il rischio di carenze/duplicazioni di valori può essere controllato attraverso il ricorso al metodo patrimoniale semplice misto, gestendo opportunamente gli aspetti reddituali propri della società partecipata (avviamento positivo/negativo) secondo una delle due seguenti procedure:

* il reddito della società partecipata influenza la valutazione reddituale della holding (in altri termini il reddito della società partecipata è considerato parte del reddito della holding);

* il reddito della società partecipata non influenza la valutazione reddituale della holding (in altri termini, il reddito della società partecipata non è considerato parte del reddito della holding). Ciò implica, da un lato, la necessità di eliminare il valore delle partecipazioni dal computo del patrimonio netto rettificato e, dall'altro lato, di eliminare le componenti reddituali proprie della società partecipata dal reddito della holding affinché i valori della società partecipata non influenzino l'avviamento della holding.

Quest'ultima procedura appare preferibile.

Avviamento. I problemi legati alla valorizzazione dell'avviamento della holding possono essere eliminati alla radice ricorrendo al metodo patrimoniale semplice, senza quindi prendere esplicitamente in considerazione la variabile reddituale. Tale ipotesi appare realistica, peraltro, esclusivamente con riferimento alle holding pure non capo-gruppo, posto che nell'ipotesi in esame i valori patrimoniali già includono aspettative di redditività, e le informazioni reddituali sulla holding non hanno alcuna rilevanza, potendosi qualificare tale società come un mero involucro. Questa eventualità si presenta ogni volta che gli elementi patrimoniali sono sia valutabili sia cedibili separatamente.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle holding (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, EGEA):

Metodo base holding:

- * **holding pure non capo-gruppo:**
 - metodo patrimoniale semplice.
- * **holding pure capo-gruppo e miste:**
 - metodo patrimoniale semplice con stima autonoma del "goodwill" e consolidamento;
 - metodo patrimoniale semplice con stima autonoma del "goodwill" senza consolidamento.

3.6 Aziende assicuratrici

Valgono, dopo gli opportuni adattamenti, le medesime considerazioni espresse relativamente alle aziende bancarie (preferenza per il metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill").

Valutazione elementi immateriali. Anche relativamente alle aziende assicuratrici, le variabili necessariamente da considerare ai fini della determinazione del valore da attribuire agli elementi immateriali si manifestano sia sotto il profilo

quantitativo sia sotto il profilo qualitativo.

Tra tali variabili devono essere necessariamente annoverate, a titolo meramente esemplificativo:

- lo sviluppo del portafoglio premi;
- lo sviluppo degli indici dei sinistri;
- la struttura del rischio gestionale;
- la capacità dell'azienda di impiegare la raccolta;
- il ruolo e l'importanza dei servizi;
- l'efficienza gestionale;
- l'immagine;
- la dimensione;
- la localizzazione delle agenzie e degli uffici.

Sulla base di tali variabili è possibile individuare un opportuno coefficiente (espresso anche dal mercato) con il quale moltiplicare il valore del portafoglio premi. Tale coefficiente è diversificato in funzione della singola categoria di premio. Relativamente alla determinazione di tali coefficienti è opportuno sottolineare come, in caso di inflazione, i valori di tali coefficienti siano estremamente volatili. Data l'impossibilità di adeguare in tempo reale i coefficienti in esame (che risultano dall'analisi statistica delle serie storiche di dati), è evidente come l'indicata metodologia empirica di determinazione del valore dell'avviamento debba essere abbandonata. Un discorso analogo deve essere fatto per ciò che attiene alla cosiddetta "raccolta indiretta" (servizi di gestione finanziaria, amministrazione patrimoni, ecc.). La valorizzazione analitica dell'avviamento deve essere effettuata anche considerando in maniera opportuna previsioni relative ad alcuni fattori critici quali lo sviluppo dei premi, lo sviluppo dei servizi e la diversificazione del rischio.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle aziende assicuratrici (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, EGEA):

Metodo base aziende assicuratrici:

- * metodo patrimoniale complesso con stima autonoma del "goodwill".

Metodi di controllo:

- * metodo delle comparazioni di mercato.

3.7 Aziende immobiliari

Con riferimento soprattutto alle aziende immobiliari di pura gestione valgono, dopo gli opportuni adattamenti, le medesime considerazioni espresse relativamente alle holding pure non capo-gruppo (preferenza per il metodo patrimoniale semplice).

Valutazione avviamento. I problemi legati alla valorizzazione dell'avviamento dell'azienda immobiliare possono infatti essere eliminati alla radice ricorrendo al metodo patrimoniale semplice, senza quindi prendere esplicitamente in considerazione la variabile reddituale. Tale ipotesi appare realistica posto che nell'ipotesi in esame i valori patrimoniali (beni immobili) già includono aspettative di redditività e di eventuale realizzo, e le informazioni reddituali sull'azienda immobiliare non hanno alcuna rilevanza, potendosi qualificare tale azienda come un mero involucro. Questa eventualità si presenta ogni volta che gli elementi patrimoniali sono sia valutabili sia cedibili separatamente. L'ipotesi sottostante è la pressoché equivalenza tra i valori effettivi (funzionali) e i valori di liquidazione.

Sintesi. Come evidenziato dalla migliore dottrina si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento alle aziende immobiliari (cfr. L. Guatri, La valutazione delle aziende - Teoria e pratica dei Paesi avanzati a confronto, EGEA):

Metodo base aziende immobiliari:

- * metodo patrimoniale semplice.

3.8 Metodi di valutazione degli immobili

Elementi da considerare. La valutazione degli immobili assume fondamentale rilievo dal momento che può interessare, praticamente, la quasi totalità delle aziende (immobiliari o meno). Riteniamo opportuno analizzare i principali metodi di valutazione dei cespiti immobiliari. Si tratta di un'operazione complessa per una serie di ragioni. È infatti necessario valutare attentamente, oltre alle caratteristiche proprie dell'immobile oggetto di valutazione, una serie di fattori, sia di natura oggettiva sia di natura politico-generale, da cui il valore è fortemente influenzato:

- * blocco dei fitti e regime di equo canone;
- * maggiore o minore valutazione del sistema catastale, meno incidente sulle unità immobiliari di pochi vani rispetto a quelle di maggiore superficie nel medesimo edificio e a parità di qualità;
- * rischio politico legato, ad esempio, a provvedimenti legislativi come quelli dell'equo canone, o a provvedimenti che mutano la destinazione di determinate aree (ad esempio il passaggio da area fabbricabile ad area agricola);
- * regime di edificabilità dell'area e potenziali evoluzioni;
- * regolarità originaria, parziale o totale, della costruzione;
- * indici del potere di acquisto della moneta.

Metodi di valutazione. I metodi di valutazione illustrati nel prosieguo possono

essere classificati nelle due seguenti categorie:

- metodi analitici;
- metodi sintetici.

Si tratta, peraltro, di una classificazione di non universale accettazione.

Metodo sintetico-comparativo. Il punto di partenza è costituito dal reperimento sul mercato di tutti i dati relativi a immobili del tipo di quello da valutarsi. L'obiettivo è quello di rappresentare il valore di tali immobili (derivante, ad esempio, da atti notarili, aste giudiziarie caratterizzate da massiccia partecipazione, ecc.) attraverso una distribuzione di frequenza normale (distribuzione di Gauss), per poi assumere come valore dell'immobile oggetto di valutazione la media (coincidente con la moda e la mediana, date le caratteristiche della distribuzione di frequenze in esame) associata a tale distribuzione, rettificata in funzione delle caratteristiche che connotano l'immobile in oggetto. In caso di caratteristiche positive il coefficiente di rettifica assume un valore superiore all'unità; viceversa in caso di caratteristiche negative.

La concreta determinazione del coefficiente di rettifica deve essere effettuata considerando, a titolo meramente esemplificativo, i seguenti elementi:

- * caratteristiche oggettive dell'immobile (ad esempio grado di finitura e obsolescenza);
- * ubicazione e connessa disponibilità di servizi (ad esempio rete viaria);
- * posizione concorrenziale rispetto ad altri immobili, relativamente alle aziende commerciali;
- * indice del potere di acquisto della moneta valido con riferimento alla zona in cui si trova l'immobile.

La stima sintetico-comparativa può essere effettuata, in via approssimata, anche attraverso il metodo delle curve caratteristiche. Tali curve rappresentano il rapporto fra le quotazioni di immobili di zone diverse della stessa città (periferia, semicentro, centro) come media nel periodo 1965-1997 (cfr. F. Tamborrino, *Annuario immobiliare 1998*, Pirola, pagg. 1407 e ss.).

Metodo del costo di costruzione. Secondo questo metodo il valore dell'immobile è pari al suo costo di costruzione. Tale costo si compone dei seguenti elementi (secondo una data percentuale variabile in relazione alla durata dell'operazione edilizia):

- * costi di mercato (nell'ipotesi teorica di mercato in libera concorrenza), vale a dire costo di acquisizione dell'area (derivante dalle mercuriali), costo di costruzione (volumetria fuori e dentro terra) e oneri finanziari;
- * costi di legge, vale a dire imposte e tasse di trasferimento, oneri di urbanizzazione primaria e secondaria e parcelle dei professionisti;
- * costi di consuetudine, vale a dire commissioni di intermediazione;
- * costi di impresa, vale a dire profitto imprenditoriale e spese generali.

Il valore ottenuto costituisce un utile termine di confronto con il risultato della stima sintetico-comparativa. Se prevale il costo di costruzione l'immobile è valutato al valore che risulta dalla stima sintetico-comparativa; in caso contrario può essere opportuno il ricorso a una media dei due valori in esame.

Metodo del costo di riproduzione vetustato. La stima per costo di costruzione può applicarsi anche a edifici non nuovi. In termini di invecchiamento si può parlare di vetustà e obsolescenza. La prima è riferita a un deterioramento delle caratteristiche iniziali cui si può ovviare con interventi di manutenzione; la seconda è legata al superamento concettuale dell'edificio in quanto espressione della cultura temporale in cui è sorto. L'obsolescenza, che è funzionalmente legata alla destinazione dell'immobile, interessa soprattutto gli edifici produttivi.

Si determina, in primo luogo, il costo di riproduzione e, successivamente, si riduce tale valore in funzione della perdita di valore connessa all'invecchiamento. Nel procedere alla stima la decurtazione per vetustà si esegue sulla base delle indicazioni fornite dalla letteratura estimale tedesca (UEC); l'obsolescenza, invece, viene conteggiata tramite i costi degli interventi di manutenzione straordinaria e adeguamenti anticipati all'attualità per il tempo intercorrente tra il momento della contrattazione e il momento del restauro.

Metodo del reddito. Si tratta di un metodo analitico. Il valore dell'immobile risulta formato dalle due seguenti componenti:

- * valore attuale di tutti i futuri redditi che il cespite potrà fornire computato a un tasso prefissato, aumentato del valore residuo che il fabbricato avrà al termine della sua vita utile;
- * valore dell'eventuale reddito transitorio di tipo straordinario (cioè superiore o inferiore a quello ordinario considerato al punto precedente).

Deve trattarsi di redditi vigenti in regime di libero mercato. Il reddito rilevato dalle mercuriali deve cioè essere "libero", vale a dire non soggetto a disposizione di legge (come ad esempio l'equo canone). Poiché i valori desunti dalle mercuriali sono valori di reddito lordo, si giunge al reddito netto sottraendo tutti i costi e gli oneri a carico della proprietà (spese di amministrazione, di ammortamento, di assicurazione, di manutenzione straordinaria, di sfitto e inesigibilità, oneri fiscali, ecc.). Può esistere, infine, la garanzia di reddito, clausola contrattuale non evidenziata dalle mercuriali. Dal momento del rogito viene garantito un reddito adeguato, che riguarda i fabbricati a usi diversi dall'abitazione.

Metodo del prezzo di trasformazione. Si applica nell'ipotesi in cui sia economi-

camente conveniente modificare il cespite immobiliare in un bene diverso. Il valore attuale è calcolato relativamente alla differenza tra il ricavo derivante dalla vendita del bene trasformato e la somma dei costi necessari alla trasformazione (si tratta dei medesimi costi indicati in sede di analisi del metodo del costo, determinati considerando il tempo occorrente per la trasformazione).

Il metodo in esame è particolarmente utile nell'ipotesi di un immobile degradato il cui reddito sia solo potenziale grazie ad alcuni fattori come ad esempio l'ubicazione, al fine di non trascurare la suddetta redditività.

Sintesi. Come evidenziato in dottrina (F. Tamborrino, F. Guazzone e G. Turola) si riporta, di seguito, un elenco dei metodi di valutazione applicabili con riferimento ai beni immobili. La concreta applicazione dei metodi indicati dipende in misura essenziale dalla tipologia dell'immobile oggetto di valutazione:

immobile a destinazione abitativa:

- metodo sintetico-comparativo;
- metodo del costo di riproduzione vetustato;

immobile a destinazione commerciale:

- centro commerciale: valutazione dell'immobile nell'ambito dell'azienda;
- negozio tradizionale: metodo sintetico-comparativo;

immobile a destinazione industriale:

- destinazione specifica (immobile infungibile) in esercizio: valutazione dell'immobile nell'ambito dell'azienda;
- destinazione specifica (immobile infungibile) dismesso: metodo del prezzo di trasformazione;
- destinazione generale (fabbricato fungibile):
- metodo sintetico-comparativo;
- metodo del costo di riproduzione vetustato;
- metodo del reddito;

area parzialmente edificata:

- metodo sintetico-comparativo;
- metodo del prezzo di trasformazione;

area agricola:

- metodo del prezzo di trasformazione.

4. LA PERIZIA DI AFFRANCAMENTO

4.1 Elementi generali

Caratteristiche della perizia. Le caratteristiche essenziali della perizia, secondo l'articolo 14, comma 9, del decreto legislativo n. 461/97, sono le seguenti:

- * si tratta di una relazione giurata di stima;
- * ad essa si applica l'articolo 64 del codice di procedura civile (norma sulla responsabilità del consulente: arresto fino a 1 anno e ammenda fino a 20 milioni in caso di colpa grave);
- * può essere redatta solo da soggetti iscritti all'albo dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali, nonché nell'elenco dei revisori contabili;
- * il valore periziato è relativo all'intero patrimonio sociale;
- * se è predisposta per conto della società partecipata, la spesa è deducibile dal reddito d'impresa in quote costanti nell'esercizio in cui è stata sostenuta e nei quattro successivi.

Asseverazione. Per quanto riguarda gli aspetti dell'asseverazione, notiamo quanto segue. E' evidente che la perizia che viene redatta per affrancare il valore della partecipazione (sia essa al 1991 oppure al 1998) deve essere asseverata. Dispongono in questo senso il comma 9 dell'articolo 14 del decreto legislativo 461/97.

Vi sono però due casi particolari sui quali è intervenuta la circolare ministeriale 165/E. La prima situazione riguarda le società o le quote per le quali è già stata redatta in precedenza una perizia al 28 gennaio 1991 (ad esempio perché sono state effettuate cessioni di quote nel vecchio regime del capital gain).

In questa ipotesi, la circolare dispone che le vecchie perizie possono essere validamente utilizzate anche per l'affrancamento, a condizione però che vengano asseverate. Un secondo aspetto, sul quale la circolare assume una posizione che invece non è condivisibile, riguarda il caso dell'affrancamento al 1998 con doppia perizia.

Come abbiamo visto in precedenza, infatti, vi sono situazioni in cui si rende necessario il ricorso a due perizie:

- * una al 30 giugno 1998 per determinare il valore della partecipazione che verrà riconosciuto in futuro ai fini fiscali;
- * una alla data del 28 gennaio 1991 per calcolare (secondo le vecchie regole del D.I. 27/91) l'imposta sostitutiva da affrancamento.

La seconda perizia segue le vecchie regole, per cui non si rende necessaria (a norma di legge) l'asseverazione. La circolare ministeriale conclude invece in senso contrario, introducendo quindi un obbligo ulteriore.

Adempimenti successivi alla redazione della perizia. Circa gli adempimenti successivi alla redazione della perizia, occorre ricordare che:

- * il valore periziato dovrà essere indicato nella dichiarazione dei redditi della società relativa al periodo di imposta in corso al 1° luglio 1998 (di norma il 1998);
- * nella stessa dichiarazione, devono essere riportati i dati identificativi

dell'estensore della perizia;

* il valore periziato dovrà essere reso noto ai soci che ne fanno richiesta. Poiché gli adempimenti dichiarativi devono essere assolti da parte dell'amministratore della società oggetto di valutazione, possono sorgere problemi nell'ipotesi in cui l'amministratore non intenda assolverli nell'interesse di uno o più soci. Problemi per certi versi analoghi possono sorgere nell'ipotesi in cui non vi sia accordo tra i soci, e ogni socio intenda richiedere a un diverso perito la predisposizione di una perizia di stima. In sintesi, la situazione disciplinata non incontra ostacoli soltanto nell'ipotesi in cui non vi sia contrasto tra i soci e l'amministratore rispetti gli obblighi dichiarativi.

4.2 La responsabilità del perito

L'esperto nello svolgimento dell'incarico affidatogli deve osservare i seguenti principi:

- attenersi alle norme deontologiche del proprio ordine professionale;
- mantenere la necessaria indipendenza professionale e intellettuale, nonché l'obiettività e la correttezza, garantendo in tal modo la trasparenza della propria valutazione.

La responsabilità del perito è disciplinata dalla già richiamata disposizione prevista dall'articolo 64 del codice di procedura civile. In ambito tributario la responsabilità del perito è sancita dall'articolo 6, comma 1, del decreto legislativo n. 472/97, nel testo modificato dall'articolo 2, comma 1, lettera b), del decreto legislativo n. 203/98.

Colpa del perito. Tale disposizione afferma che, qualora la violazione sia conseguenza di errore sul fatto, il perito non è responsabile se l'errore non è determinato da colpa. Per errore sul fatto si intende la falsa rappresentazione della realtà. La colpa sussiste in capo al perito che ha effettuato la stima con negligenza o imperizia (colpa lieve), ovvero con coscienza e volontà di determinare un valore

inesatto (colpa grave).

Correttezza dei criteri di stima. La disposizione citata afferma, in secondo luogo, che non sussistono violazioni punibili qualora la valutazione sia eseguita secondo corretti criteri di stima. In assenza di una definizione legislativa al riguardo, si ritiene che il riferimento debba essere inteso ai principi contabili di valutazione in quanto caratterizzati da generale accettazione.

In altri termini, la responsabilità del perito non sussiste nell'ipotesi in cui la valutazione sia stata eseguita secondo corretti criteri di stima.

La non correttezza della stima può ricollegarsi:

- alla scelta (soggettiva) di un criterio di valutazione errato;
- a una valutazione incompleta per effetto di dati omessi.

Presunzione di non colpevolezza. Infine, non si considerano in ogni caso colpose le violazioni conseguenti a valutazioni estimative, qualora tali valutazioni differiscano da quelle accertate in misura non eccedente il 5%.

Tale disposizione introduce una presunzione di non colpevolezza. Il perito non è colpevole (presupposto di non punibilità) nell'ipotesi in cui il valore stimato differisce dal valore accertato dall'ufficio in misura non eccedente il 5%.

Va infine osservato che le considerazioni che abbiamo avanzato spesso possono rappresentare un caso accademico. Va ricordato infatti che il disconoscimento da parte degli uffici finanziari dei valori adottati dal contribuente deve essere preceduto da un disconoscimento della stima giurata dal perito. Questo intervento difficilmente può avvenire senza ipotizzare che il perito non abbia adempiuto ai propri doveri stabiliti dal codice di procedura civile. In sostanza l'Amministrazione finanziaria dovrebbe dimostrare la falsità della perizia e il dolo del soggetto che l'ha asseverata.

APPENDICE

4. Casi capital gain: risposte

4.1 SOCIETÀ DI PERSONE

L'affrancamento con il criterio del valore all'1.7.98 della frazione del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato anteriormente alla medesima data è utilizzabile:

- a) per le partecipazioni in società di persone considerato che normalmente non viene redatta una formale delibera di approvazione del bilancio?
- b) per le partecipazioni in società di persone che non redigono il bilancio (opzione ai fini fiscali per la contabilità semplificata)?

a) *Trattasi di problema aperto per la cui soluzione è necessario un intervento ministeriale. Il bilancio allegato alla dichiarazione dei redditi Mod. 750 potrebbe essere considerato approvato (I. Scafati, La riforma della tassazione delle rendite finanziarie, Giuffrè, 1988, pag. 257). Si osserva comunque che nel caso di società non finanziarie e non immobiliari il metodo del costo potrebbe realizzare gli stessi effetti del metodo del patrimonio netto (art. 82, comma 5, TUIR).*

b) *Non è utilizzabile. L'unica possibilità è l'affrancamento in base al valore di apposita perizia.*

4.2 AFFRANCAMENTO - ADEMPIMENTI A CARICO DEL SOCIO

a) Possesso di partecipazione non qualificata caratterizzata da:

- valore partecipazione all'1.7.98	
(frazione del patrimonio netto contabile)	1000
- valore periziato al 28.1.91	800
- valore al 28.1.91 + coefficiente di adeguamento	1040

Volendo affrancare il valore di 1000 non è dovuta alcuna imposta sostitutiva.

Quali obblighi ha il socio?

Dall'art. 14 comma 6 si deduce che è possibile affrancare il valore di 1.000 gratuitamente. In tal caso non dovrebbe essere indicato nulla nella dichiarazione del socio. E' comunque opportuno attendere le istruzioni ministeriali alla compilazione del Mod. 740. La differenza "minusvalenza" di 40 non è riportabile.

b) In che modo il socio esprime la volontà di utilizzo del criterio di affrancamento previsto dall'art. 14, c. 8 (valore al 28.1.91)?

Volendo utilizzare il valore della frazione del patrimonio netto risultante dal bilancio al 31.12.89, quali obblighi ha il socio?

Dall'esame della normativa sembra non esservi nessun obbligo. E' comunque

opportuno attendere le istruzioni e la modulistica del Mod. 740/99.

4.3 OBBLIGO DELL'INDICAZIONE DEL VALORE DI PERIZIA NELLA DICHIARAZIONE DEI REDDITI DELLA SOCIETÀ

Un socio intende affrancare la partecipazione posseduta del 30% con riferimento al valore risultante da perizia all'1.7.98. Trasmette al Presidente della società la perizia di stima e chiede che il relativo valore sia indicato nella dichiarazione dei redditi relativa al 1998.

- a) Quali sono le conseguenze dell'eventuale mancata indicazione del valore nella dichiarazione della società?
- b) Qualora sia stata redatta una perizia per conto della società ed altre per conto dei soci, con valori diversi, cosa è opportuno fare?

- a) *L'affrancamento non è efficace.*
- b) *Decisione a carico dell'organo amministrativo. Problema interno delle parti interessate.*

4.4 AFFRANCAMENTO PARZIALE

a) Un socio possiede una partecipazione del 30% della S.r.l. Alfa. Affranca all'1.7.98 una partecipazione del 10% sulla base di una perizia di stima e liquida l'imposta sostitutiva con il criterio forfetario (2,1% del valore).

Nel maggio 1999 vende una partecipazione del 15%.

a1) Si chiede se sia corretto l'affrancamento con applicazione del criterio forfetario.

a2) La plusvalenza realizzata nel maggio 1999 è tassabile al 12,5% non operando il cumulo?

a.1) Anche se il Ministero non lo ha mai affermato esplicitamente, si ritiene applicabile il criterio forfetario perché solo in tal modo si realizza la finalità del regime transitorio.

a.2) Sì. La partecipazione affrancata non si cumula con le cessioni post 1.7.98 (contra M. Piazza, Telefisco 1999).

b) Un socio possiede una partecipazione del 20% in una S.n.c. da oltre 15 anni. E' possibile affrancare gratuitamente la partecipazione limitatamente alla quota parte del 10%?

b) Secondo alcuni interpreti l'affrancamento gratuito è possibile solo se la partecipazione posseduta è non qualificata; per prudenza si dovrebbe quindi applicare l'imposta sostitutiva con possibilità di optare per il criterio forfetario.

Tuttavia, l'interpretazione letterale della norma consentirebbe l'affrancamento gratuito della porzione non qualificata della quota posseduta.

4.5 PARTECIPAZIONI NON QUALIFICATE POSSEDUTE DA OLTRE 15 ANNI E CRITERIO LIFO

E' stato evidenziato che la normativa transitoria ha mantenuto la neutralità fiscale della cessione anche per l'affrancamento delle partecipazioni non qualificate (o di quelle acquisite per successione) detenute da più di 15 anni. Come si concilia detta possibilità con l'ipotesi che il socio, oltre alla quota così acquistata, possieda altra quota acquistata nel 1990?

E' sempre obbligatoria l'applicazione del criterio LIFO?

Per affrancare gratuitamente quella detenuta da più di 15 anni devo prima affrancare a pagamento quella acquistata dopo?

Utilizzando il criterio del valore all'1.7.98 il metodo LIFO è obbligatorio. Solo affrancando la quota acquistata nel 1990, l'altra è affrancata gratuitamente.

4.6 COMPENSAZIONE PLUSVALENZE E MINUSVALENZE

a) Le minusvalenze da cessione di partecipazioni non qualificate realizzate con il vecchio regime sono compensabili con le plusvalenze da cessione di partecipazioni qualificate realizzate dopo l'1.7.98?

a) Le minusvalenze effettivamente realizzate entro il 30 giugno 1998 sono compensabili con le plusvalenze realizzate a partire dall'1 luglio 1998, indipendentemente dal tipo di cessione di partecipazione qualificate e non qualificate (circolare n. 165/E del 24 giugno 1998, paragrafo 5.2.4).

b) Un socio possessore di una partecipazione del 30% nella S.r.l. Alfa intende affrancare il valore all'1.7.98 con il criterio della frazione del patrimonio netto contabile al 31.12.97 che ammonta a 300.

La partecipazione è stata acquistata metà nel 1990 con un costo di 50 e metà nel 1996 con un costo di 200. Pertanto:

% QUOTA	ANNO ACQUISTO	COSTO ACQUISTO	COEFF. ADEG.	COSTO ADEG.	VALORE 1.7.98	PLUS	MINUS
15	1990	50	1,36	68	150	82	
15	1996	200	1,06	212	150		62
30		250		280	300	82	62

Quant'è la plusvalenza tassabile?

Dovrebbe essere pari a 20 trattandosi dell'affrancamento della partecipazione in una società. La fattispecie esaminata non rientra nelle problematiche della compensazione.

Tuttavia taluno ha sostenuto o quantomeno dubitato che la plusvalenza tassabile possa essere 82, considerando il caso rientrante nelle problematiche della compensazione tra plusvalenze e minusvalenze.

4.7 UTILIZZO DI UNO O PIÙ CRITERI DI AFFRANCAMENTO

Nell'ipotesi descritta al punto 4.6 b) e cioè di acquisto della partecipazione in parte ante 28.1.91 e in parte dopo, è possibile utilizzare:

- per quota acquistata ante 28.1.91, il valore al 28.1.91;

- per quota acquistata post 28.1.91, il valore all'1.7.98? Sì. La normativa non pone alcun limite.

4.8 DETERMINAZIONE DELLA PLUSVALENZA

Nel calcolo della plus-minusvalenza sono deducibili i seguenti oneri?

- consulenza legale, commercialista e notarile su acquisto;
- perizia al 28.1.91;
- perizia all'1.7.98;
- consulenza legale, commercialista e notarile su vendita;
- sopravvenienze passive (di natura fiscale o altro) contrattualmente a carico del cedente.

Tutti i suddetti oneri dovrebbero essere deducibili. Anche le suddette sopravvenienze passive purché realizzate entro il periodo d'imposta di realizzo della plusvalenza e adeguatamente documentate.

4.9 CRITERIO DI RIPARTIZIONE DEL COSTO DI ACQUISTO O DEL VALORE AL 28.1.91 (O AL 30.6.98 IN IPOTESI DI AFFRANCAMENTO) NEL CASO DI SCISSIONE SOCIETARIA

Il Ministero delle Finanze, in occasione del Telefisco 1995, si pronunciò nel senso che in ipotesi di scissione il costo storico della partecipazione doveva essere ripartito sulla base dei patrimoni netti contabili rispettivamente rimasto in capo alla società scissa e trasferito alla beneficiaria, senza alcun riferimento ai patrimoni effettivi delle società stesse.

Si chiede quale criterio sia più corretto utilizzare, dato che la differenza esistente nelle due ipotesi considerate potrebbe essere assai rilevante.

Secondo la relazione governativa all'art. 123-bis TUIR la ripartizione dovrebbe essere fatta in proporzione al rapporto di cambio risultante dal progetto di scissione. Facendo riferimento ad una scissione parziale e proporzionale in società beneficiaria di nuova costituzione si evidenzia che non sempre si configura un "normale" rapporto di cambio (si pensi al caso in cui il capitale sociale della società scissa non venga ridotto) e comunque esso dipende non solo dal rapporto tra valori economici ma dalle variazioni del capitale sociale della società scissa e della beneficiaria (contra M. Piazza, Telefisco 1999). Il criterio della ripartizione del costo fiscale di acquisto sulla base del rapporto di cambio è inaccettabile. Alcuni autori (M. Piazza) ritengono che il richiamo della relazione ministeriale al "rapporto di cambio" vada interpretato come riferimento al rapporto tra valore economico delle attività scisse rispetto a quello complessivo ante scissione (vedi anche l'art. 2, comma 5, D.Lgs. 30 dicembre 1992, n. 544 relativo alle scissioni concernenti società di Stati membri diversi). Tali autori sostengono pertanto la correttezza del criterio di ripartizione del costo della partecipazione in proporzione ai valori effettivi del patrimonio trasferito e di quello rimasto; valori che, come previsto dall'art. 2504-novies c.c. devono essere indicati nella relazione dell'organo amministrativo che illustra il progetto di scissione. Tuttavia tali valori, la cui indicazione ha una finalità particolare, spesso non vengono indicati in cifre assolute (vedi Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, La scissione di società, Buffetti, 1996, pag. 68). Altri autori ritengono preferibile un criterio più oggettivo richiamando il comma 4 dell'art. 123-bis relativo alla imputazione delle posizioni soggettive in proporzione al valore contabile del patrimonio netto rimasto e di quello trasferito. In mancanza di esplicita previsione legislativa ritengono applicabile il criterio previsto dalla norma per situazione analoga. Trattasi di criterio semplice, chiaro, di facile applicazione anche se può essere causa di ripartizioni non eque. Si pensi al caso di ripartizione dei valori effettivi in parti uguali corrispondenti a ripartizioni di valori contabili al 90% e 10%. E' auspicabile un intervento legislativo e una urgente presa di posizione del Ministero per superare la grave situazione attuale di incertezza.