

La valutazione aziendale e le relative imposte latenti

Incidenza sul valore e sul prezzo della transazione



Claudio Cereghetti

Docente senior SUPSI,
Partner AWB Revisioni SA, Lugano-Aarau

Nell'ambito delle valutazioni aziendali, le imposte latenti possono influenzare il valore di un'entità. A dipendenza della tipologia di imposta latente i vari metodi di valutazione considerano, se opportuno, questi oneri nella formula e, di fatto, ne rilevano gli effetti sul valore aziendale. Questi casi sono soprattutto ascrivibili a differenze di valutazione tra il valore equo e il valore contabile di beni patrimoniali. Maggiormente subdole sono le imposte latenti afferenti a transazioni giuridicamente errate che sono state rilevate a conto economico. In questo contesto, i vari metodi di valutazione non permettono di considerare direttamente l'incidenza sul valore aziendale, ragione per la quale, attraverso un'analisi aziendale approfondita (due diligence) sarà opportuno considerare tali latenze nel prezzo di transazione o nel contratto di compravendita. Da ultimo, i rischi fiscali si possono annidare anche nella transazione di compravendita azionaria: malgrado questi rischi non modificano il valore azionario, la corretta gestione permette di ottimizzare il risultato netto del venditore.

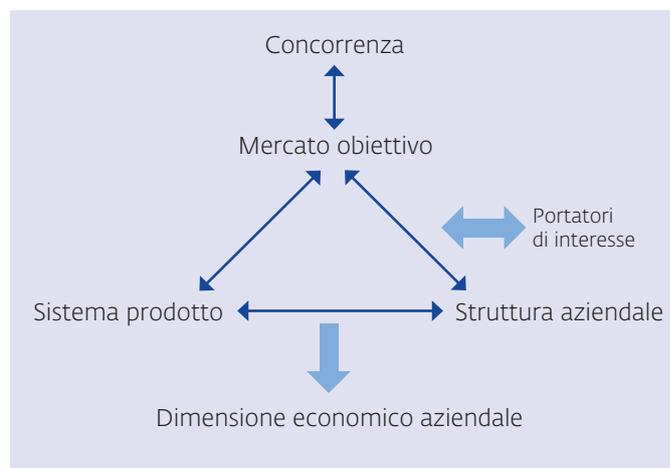
I. I motivi del successo di un'azienda	523
II. I fattori di generazione del valore aziendale	524
III. I metodi di misurazione del valore aziendale	524
IV. I motivi di determinazione del valore aziendale.....	525
V. Le imposte latenti sugli elementi patrimoniali e le ripercussioni sul valore aziendale	525
VI. Le imposte latenti nel conto economico e le ripercussioni sul prezzo azionario.....	526
VII. Le imposte latenti nella cessione del pacchetto azionario e le ripercussioni sulla transazione.....	526
VIII. Conclusioni	527

I. I motivi del successo di un'azienda

L'azienda può essere definita come quell'entità che organizza le proprie attività in modo da soddisfare le esigenze dei propri interlocutori (fornitori, dipendenti, finanziatori, clienti, azionisti).

Il consenso con gli interlocutori è principalmente assicurato attraverso continui flussi monetari. Fermo restando l'importanza sociale dell'impresa per tutti i portatori di interesse, è indispensabile che l'azienda sia in grado di generare valore economico per assicurare, nel tempo, la sua esistenza ed il consenso.

Figura 1: La formula imprenditoriale



Non tutte le aziende hanno successo o lo stesso livello di successo. Il successo di un'impresa può essere analizzato e influenzato dalla sua formula imprenditoriale. La formula imprenditoriale (cfr. Figura 1) fa leva sulla coerenza di tre differenti elementi^[1]:

- il sistema di prodotto, ovvero le caratteristiche materiali ed immateriali del prodotto o del servizio offerto;
- il mercato di riferimento, a cui l'impresa indirizza la propria offerta;
- la struttura aziendale, ovvero le risorse e le competenze necessarie a realizzare economicamente lo scopo sociale.

[1] CINZIA PAROLINI, Come costruire un business plan, Milano 1999.

Le aziende di successo, rispetto alle imprese concorrenti, presentano un sistema di prodotto con un chiaro vantaggio competitivo, ad es. un elemento di differenziazione o un vantaggio di prezzo. Contemporaneamente questi elementi di unicità nel prodotto sono riconosciuti dal mercato e dal cliente che li apprezza e li riconosce, non trovandoli o trovandoli solo parzialmente presso altri offerenti. Da ultimo il prodotto è offerto da una struttura aziendale razionalmente organizzata, in grado di svolgere meglio i propri compiti oppure a costi minori rispetto alle imprese rivali[2]. Il successo dell'impresa nel tempo e l'incremento della sua redditività richiedono che questi elementi siano oggetto di attenzioni e miglioramenti costanti, per esempio attraverso l'ascolto dei clienti, il monitoraggio della concorrenza ed il continuo incremento dell'efficienza aziendale.

II. I fattori di generazione del valore aziendale

Il valore di un'azienda dipende dalla sua capacità di generare flussi di cassa e dal grado di incertezza associato a questi flussi di cassa. Solitamente, alle imprese più redditizie si riconosce un valore maggiore rispetto a imprese con minori profitti[3]. La gestione e l'incremento del valore aziendale è quindi un obiettivo di lungo termine che necessita comunque di una costante ed attenta considerazione. I principali possibili fattori di generazione del valore aziendale sui quali è possibile far leva sono:

- la crescita degli affari;
- il margine;
- gli investimenti in sostanza fissa e circolante.

Il valore azionario netto è anche influenzato dal costo del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* [WACC], ovvero Costo Medio Ponderato del Capitale) e dall'onere fiscale. Malgrado il bilancio non sia quasi mai rappresentativo del valore aziendale di un'impresa, il conto annuale può fungere, soprattutto nelle aziende di ridotta dimensione e complessità, da strumento diagnostico per accertare la redditività degli investimenti che sono i precursori della creazione del valore aziendale. Attraverso il calcolo e la verifica puntuale di indicatori che coniugano informazioni sulla liquidità, la redditività e la produttività in azienda, si può assumere consapevolezza sull'evoluzione della situazione aziendale.

III. I metodi di misurazione del valore aziendale

I metodi di valutazione per determinare il valore aziendale sono innumerevoli e devono essere applicati considerando le situazioni. Taglia, complessità, grado di maturità e ciclo di vita dell'impresa influenzano la scelta.

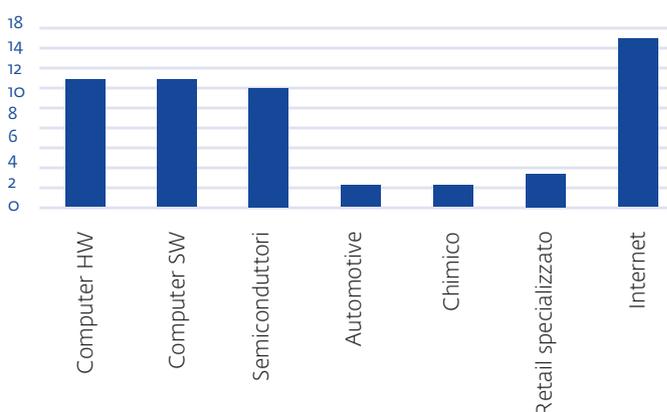
Figura 2: I metodi di valutazione



Il valore intrinseco di un'impresa può essere stimato con differenti metodi. Accanto ai modelli finanziari, tra i quali il *Discounted Cash Flow* (DCF) che è quello maggiormente riconosciuto in quanto considera tutti i generatori di valore aziendale esposti precedentemente (crescita degli affari, margine, investimenti in sostanza fissa e circolante nonché costo del capitale e imposte), continuano a coesistere modelli contabili, molto più semplici da applicare e comprendere, che fanno riferimento a valori patrimoniali e reddituali. Questi metodi trovano ancora applicazione diffusa in contesti di piccola e media impresa (PMI), contraddistinti da una stabilità dei ricavi e della redditività. I metodi relativi, basati sui multipli di mercato e i multipli di transazione, hanno il pregio di stimare il potenziale valore di mercato di un'entità, ma sono contraddistinti dalla difficoltà di reperire dati di società effettivamente comparabili per taglia, attività e mercato. Per questo motivo non vengono solitamente utilizzati da soli, ma vengono combinati e confrontati con altri metodi che determinano il valore intrinseco di un'entità, generalmente il DCF.

Come esposto precedentemente, soprattutto in aziende contraddistinte da grande redditività, c'è scarsa correlazione tra il valore aziendale ed il capitale proprio e più precisamente calcolato come rapporto tra il valore di mercato e il valore contabile dell'azione.

Figura 3: La relazione valore azionario/capitale proprio (DAMODARAN [nota 3])



Queste differenze emergono anche dal confronto tra nuove imprese tecnologiche e imprese maggiormente tradizionali così come rappresentato nella Figura 3. Le imprese tradizionali sono contraddistinte da consistenti investimenti in terreni, immobili e altri valori materiali, mentre quelle più tecnologiche derivano gran parte del loro valore da attivi

[2] VITTORIO CODA/GIORGIO INVERNIZZI, *Un modello di rappresentazione e valutazione della strategia: la formula imprenditoriale*, Milano 2013, in: <http://www.fondazioneocarpi.it/static/upload/for/formula-imprenditoriale.pdf> (consultato il 13.11.2019).

[3] ASWATH DAMODARAN, *Valutazione delle aziende*, Milano 2002.

immateriale[4]. Quest'ultime, infatti, non effettuano investimenti significativi in terreni, immobili e altri valori materiali e sembrano invece trarre gran parte del loro valore da attività intangibili. In effetti i costi di ricerca ed il *goodwill* generato internamente non possono mai essere capitalizzati, mentre per la rilevazione patrimoniale degli altri valori immateriali, gli *standard* contabili prevedono l'adempimento di numerose precondizioni che ne ostacolano la valorizzazione[5].

IV. I motivi di determinazione del valore aziendale

La determinazione del valore aziendale, calcolabile secondo un metodo tradizionale, finanziario o relativo, s'impone soprattutto nell'ambito di acquisti o cessioni di quote aziendali, imprese o rami d'essa, nell'ambito della programmazione e gestione delle successioni aziendali, così come pure in occasione della verifica del valore di eventuali partecipazioni esposte nei conti annuali. Non necessariamente valore e prezzo di un pacchetto azionario sono congruenti: il prezzo, laddove non c'è un mercato, è frutto di una trattativa che può essere influenzata da considerazioni soggettive di venditore e acquirente riferibili a molteplici aspetti tra i quali: la creazione di barriere all'entrata, l'apertura a nuovi mercati, lo sviluppo di economie di volume, i costi-opportunità e la celerità nella conclusione dell'operazione. La verifica regolare della creazione di valore, per esempio attraverso il metodo finanziario *Economic Value Added* (EVA), può inoltre essere da stimolo e base conoscitiva per intraprendere quelle azioni di adattamento strategico ed operativo alle mutate condizioni di mercato.

V. Le imposte latenti sugli elementi patrimoniali e le ripercussioni sul valore aziendale

Se con la realizzazione diretta di un bene attraverso la sua vendita, l'onere fiscale è a carico del venditore e può essere determinato con certezza, con la realizzazione indiretta del medesimo bene, per es. attraverso la cessione di titoli rappresentativi della proprietà del bene stesso, gli effetti fiscali vengono trasferiti all'acquirente e, quindi, differiti[6]. Questo caso è rappresentativo delle imposte latenti, ovvero degli effetti fiscali futuri derivanti dalla differenza tra il valore equo del bene trasferito ed il suo valore contabile che, di fatto, riducono il valore della plusvalenza.

La considerazione diretta degli effetti delle imposte latenti dipende dal metodo di valutazione scelto. Dato che questi effetti fiscali colpiscono le differenze tra il valore equo del bene ed il suo valore di iscrizione a bilancio, è evidente che le imposte differite rivestiranno un ruolo importante, soprattutto nei metodi che considerano direttamente il valore degli elementi di bilancio ovvero:

- il metodo patrimoniale;
- il metodo misto, che considera nella formula sia il valore di reddito che il valore patrimoniale;
- il metodo EVA, nel calcolo del *Net Operating Asset* (NOA).

La quantificazione delle imposte latenti non può prescindere da considerare eventuali perdite fiscalmente computabili e, in virtù dell'incertezza sul momento della tassazione e del suo differimento temporale, vengono generalmente ridotte al 50% dell'aliquota fiscale applicabile[7]. Dal canto suo la Conferenza svizzera delle imposte (CSI) prevede un'aliquota fiscale ridotta al 15% per il calcolo delle imposte differite sulle riserve occulte[8].

Le ripercussioni delle imposte latenti nel metodo patrimoniale "semplice" si riflettono come segue sul valore aziendale:

Capitale proprio contabile		10'000
<i>Rettifiche</i>		
Plusvalenze crediti	1'000	
Plusvalenze su rimanenze finali	8'000	
Plusvalenze su sostanza		
fissa materiale	6'000	
Minusvalenze su sostanza		
fissa immateriale	- 4'000	11'000
Imposta latente ridotta 10% (50% aliquota effettiva)		- 1'100
Valore patrimoniale		19'900

Per contro l'imposta latente si ripercuote sul calcolo del valore aziendale secondo il metodo misto limitatamente alla ponderazione di quest'ultimo nella formula. Per il calcolo del valore aziendale secondo il metodo EVA, la base di partenza costituita dal *Net Operating Asset* (NOA) dovrà essere calcolata, analogamente al metodo patrimoniale, al netto delle imposte latenti. Negli altri metodi, in assenza di sostanza estranea all'esercizio, l'imposta latente non riveste importanza alcuna, in quanto la determinazione del valore aziendale avviene in base ai risultati futuri, determinati al netto delle incidenze fiscali.

In effetti la determinazione del valore aziendale secondo il metodo reddituale impone, in assenza di sostanza estranea, la sola considerazione degli effetti fiscali sui risultati futuri che, di fatto, riducono il valore dell'impresa:

Ricavi		80'000
Costo del venduto	60%	- 48'000
Costi del personale		- 21'000
Ammortamenti		- 4'000
Altri costi operativi		- 4'500
<u>Interessi</u>		<u>-300</u>
Utile <i>ante</i> imposte		2'200
<u>Costo per imposte (20%)</u>		<u>- 440</u>
Utile netto (prospettico)		1'760

[7] KARL RENGGLI/MARTIN ANDENMATTEN, *Unternehmensbewertung*, Aarau 2016.

[8] Conferenza svizzera delle imposte, *Wegleitung zur Bewertung von Wertpapieren ohne Kurswert für die Vermögenssteuer*, 28 agosto 2008, in: http://www.steuerkonferenz.ch/downloads/Dokumente/Kreisschreiben/KS_28_Kommentar_2018_D_V_20181210.pdf (consultato il 13.11.2019).

[4] DAMODARAN (nota 3).

[5] IASB, IFRS 38, 2018.

[6] DANIELE BALDUCCI, *La valutazione dell'azienda*, Milano 2006.

Ipotizzando un tasso di capitalizzazione del 7% il valore reddituale di fr. 25'143 è così determinato:

$$\text{fr. 25'143} = \frac{\text{Utile netto prospettico}}{\text{Tasso di capitalizzazione}} = \frac{\text{fr. 1'760}}{7\%}$$

A prescindere dal metodo di valutazione adottato, la sostanza estranea all'attività caratteristica di un'impresa necessita di un approfondimento. Dato che i suoi redditi non vengono considerati direttamente quale variabile di generazione di valore aziendale, l'intera sostanza aziendale estranea sarà da aggiungere al valore dell'attività caratteristica, al netto delle imposte latenti senza riduzione di aliquota.

VI. Le imposte latenti nel conto economico e le ripercussioni sul prezzo azionario

Differentemente da quanto sopra esposto dove si faceva riferimento esplicito alle imposte latenti dovute su differenze di valutazione tra il valore equo di un bene ed il suo valore contabile esposto a bilancio, il seguente paragrafo contempla le ripercussioni fiscali di pratiche scorrette che non hanno origine dalla differente valutazione di un bene patrimoniale, ma da transazioni generalmente registrate direttamente a conto economico. Questi oneri latenti possono riferirsi sia a imposte indirette (IVA, imposta preventiva, tasse di bollo di emissione e negoziazione) così come pure alle imposte dirette (imposta sull'utile e sul capitale).

Alcuni esempi di pratiche che potrebbero essere fonte di conseguenze fiscali sono legati alle distribuzioni dissimulate di utili che sono classificabili come segue^[9]:

- distribuzione dissimulate di utili a carico di un conto dei costi, ovvero costi eccessivi a carico del conto economico;
- distribuzioni dissimulate di utili a carico di un conto dei ricavi, ovvero ricavi insufficienti iscritti a conto economico. Questa fattispecie è anche spesso qualificata con il termine di prelevamento anticipato di utili^[10];
- distribuzione dissimulate di utili mediante acquisto o vendita di attivi a prezzi non conformi al mercato.

Le tipologie di distribuzioni dissimulate sono innumerevoli e comprendono^[11]:

- stipendi e indennità non conformi al mercato;
- opzioni e azioni nell'ambito di un piano di partecipazione dei collaboratori offerti ad un prezzo inadeguato;
- spese private a carico dell'azienda;
- interessi su prestiti attivi non conformi al mercato;
- vendita di beni all'azionista a un prezzo basso;
- assunzione di beni ad un prezzo troppo elevato in occasione della costituzione dell'impresa;
- dividendi in natura (per es. titoli) al valore contabile anziché

- al maggior valore di mercato;
- utilizzo gratuito di beni aziendali;
- forniture infragruppo a condizioni non di mercato;
- *management-fee* eccessive.

Dato che raramente gli oneri fiscali legati a queste transazioni sono delimitati nei conti annuali, l'utilizzo di qualsiasi metodo di valutazione non riesce minimamente a considerare le loro ripercussioni negative sul valore aziendale. Per queste tipologie di rischio, perniciose e di difficile individuazione, è necessario intervenire con una *due diligence*, ovvero un'analisi dettagliata dell'impresa al fine di identificare i rischi. Questi rischi, che riducono di fatto il valore di un'impresa, potrebbero essere considerati nel prezzo di transazione o nel contratto di compravendita (*representations and warranties*).

VII. Le imposte latenti nella cessione del pacchetto azionario e le ripercussioni sulla transazione

Precedentemente abbiamo visto quali ripercussioni possono avere, nell'ambito della determinazione del valore azionario o del prezzo di transazione, le imposte latenti legate agli elementi patrimoniali o di conto economico. Anche se i rischi fiscali assunti dal venditore in occasione della cessione del pacchetto azionario non influenzano direttamente il valore del pacchetto azionario o il prezzo della transazione, a determinate condizioni possono contrarre in maniera importante l'utile netto dell'operazione. In effetti, generalmente gli utili in capitale generati dalla cessione delle quote di partecipazione detenute nella sostanza privata sono esenti dalle imposte sul reddito (art. 16 cpv. 3 della Legge federale sull'imposte federale diretta [LIFD; RS 642.11] e art. 15 cpv. 3 della Legge tributaria del Canton Ticino [LT; RL 641.100]), ma in determinate circostanze questa esenzione viene meno. A determinate condizioni, il ricavo della cessione o del trasferimento di un pacchetto azionario può essere, infatti, considerato reddito da sostanza mobiliare imponibile ai sensi degli artt. 20a cpv. 1 lett. a e b LIFD e 19a cpv. 1 lett. a e b LT). Per quanto attiene la cessione è il caso della cd. "liquidazione parziale indiretta", ovvero quando una persona fisica vende una partecipazione di almeno il 20%, detenuta nel patrimonio privato, ad un'altra persona (fisica o giuridica) che la inserisce nel proprio patrimonio commerciale e tale vendita è anche parzialmente finanziata attraverso la distribuzione, dalla società di cui le quote sono vendute, di dividendi di sostanza non necessari all'esercizio che potevano già essere distribuiti al momento della vendita^[12]. Un altro caso è la cd. "trasposizione", ovvero il trasferimento di una partecipazione, detenuta nella sostanza privata, di una quota di almeno il 5% al capitale di una impresa, ad una persona che la inserirà nella sua sostanza commerciale e nella quale il venditore, dopo la vendita, parteciperà con una quota di almeno il 50%. Ciò è fiscalmente problematico in quanto "dal punto di vista economico, questo trasferimento non

[9] Schweizer Handbuch der Wirtschaftsprüfung, Band Ordentliche Revision, Expert Suisse, 2016.

[10] KARL RENGGLI/RAPHAEL KISSLING/RICO A. CAMPONOV, Die eingeschränkte Revision, 2ª ed., Altstätten SG 2015.

[11] RENGGLI/KISSLING/CAMPONOV (nota 10).

[12] Amministrazione federale delle contribuzioni (AFC), Circolare n. 14, Vendita di diritti di partecipazione dal patrimonio privato al patrimonio commerciale di terzi ("liquidazione parziale indiretta"), 6 novembre 2007, in: <https://www.estv.admin.ch/dam/estv/it/dokumente/bundessteuer/kreisschreiben/2004/1-014-D-2007.pdf.download.pdf/1-014-D-2007-i.pdf> (consultato il 13.11.2019).

rappresenta un'alienazione, ma una ristrutturazione della sostanza. Secondo il principio del valore nominale, a seguito di questa fattispecie, la quota di utile che eccede il valore nominale è considerato reddito da sostanza mobiliare"^[13].

Dato che questi rischi fiscali latenti non pregiudicano il valore dell'azienda, ma riducono unicamente l'utile netto del venditore, questi possono essere gestiti o evitati unicamente attraverso una corretta gestione della transazione e del contratto di compravendita che ne disciplina le condizioni.

VIII. Conclusioni

Le imposte latenti legate alla valutazione di beni patrimoniali dell'entità oggetto di valutazione e che, potenzialmente ne riducono il valore azionario, possono essere considerate, quando necessario, nei vari metodi di valutazione. Maggiormente subdole sono le imposte latenti dovute a rischi fiscali assunti dall'entità oggetto di valutazione che, generalmente, hanno avuto un impatto diretto a conto economico. In questi casi i modelli di valutazione non permettono di recepirli direttamente e la loro considerazione dovrà quindi avvenire attraverso un'analisi aziendale dettagliata (*due diligence*) che si ripercuoterà nel prezzo di transazione o nel contratto di compravendita (*representations and warranties*).

Da ultimo anche la transazione di compravendita in sé potrebbe contenere rischi fiscali che, contrariamente a quanto sopra esposto non ridurrebbero il valore azionario dell'entità ma unicamente il beneficio netto del venditore. In questo caso l'approccio corretto richiederebbe una corretta definizione dei termini della transazione tramite un robusto contratto di compravendita che disciplini chiaramente l'oggetto e le condizioni.

[13] AFC, Circolare n. 29, Principio dell'apporto di capitale - vecchio diritto contabile, 9 dicembre 2019, in: <https://www.estv.admin.ch/dam/estv/it/dokumente/bundessteuer/kreisschreiben/2004/1-029-DV-2010.pdf.download.pdf/1-029-DV-2010-i.pdf> (consultato il 13.11.2019).