

Metodologie di determinazione del valore patrimoniale d'impresa

di Francesco Campus

Desidero francamente premettere che eluderò, almeno in parte, il tema specifico della relazione; solo in parte poiché, mi auguro, l'argomento « valutazione patrimoniale » emergerà da questo scritto, anche se non come il principale protagonista.

Gli argomenti a discarico di questa colpa apertamente dichiarata sono: a) che considero l'estimo agrario come una teoria ormai completamente elaborata se non per alcuni affinamenti che possono essere, talvolta, di non secondaria importanza, ma più spesso, come da molti rilevato¹, esercitazioni di falsa pignolaggine; b) che, con un certo imbarazzo, devo confessare la mia scarsa conoscenza delle valutazioni, patrimoniali o non, di imprese commerciali, bancarie, industriali, etc. cioè di imprese non agricole. Per essere completamente chiaro, dirò anche che le fonti recenti su cui ho basato la parte non agraria della mia relazione sono principalmente il Guatri ed il Viel, Bredt, Renard².

Date queste circostanze, dato, cioè, che ritengo improbabile, anche da parte di altri, oltre che mia, la messa a punto di metodologie veramente nuove sulla determinazione del valore delle aziende, ho preferito tentare una lettura critica comparata delle teorie estimative in campo agricolo ed extragricolo.

L'estimo agrario è assai più antico — e non poteva essere altrimenti, data l'importanza dell'agricoltura nei confronti delle altre attività — dell'estimo industriale e commerciale. Trinci, Fineschi, Cavalieri San Bortolo ed altri, con diverso acume e con differente dottrina, hanno scritto veri e propri trattati sulla stima dei fondi

¹ Bandini M., *Della falsa pignolaggine — ovvero — Delle formule di ammortamento (o reintegrazione)* in «Genio Rurale», 1949. Cfr. anche: Lo Bianco G., *Bibliografia Italiana dell'Estimo*, Quaderni della Facoltà di Architettura dell'Università di Palermo, 1960.

² Guatri L., *La valutazione delle aziende*, Giuffrè Editore, 1981. Viel J., Bredt O., Renard M., *La valutazione delle aziende e delle parti di azienda*, Etas Libri Management, 1977.

rustici già nel diciottesimo secolo; e sono sorte, sin d'allora, discussioni e polemiche le quali, se hanno avuto il merito indiscutibile di condurre a perfezionamenti della teoria, hanno contribuito a racchiudere l'estimo rurale nell'Accademia, separandolo, purtroppo, dalle ricerche empiriche. Questa tendenza è continuata anche dopo la sistemazione teorica dell'estimo da parte del Serpieri, del Bordiga, del Medici, del Famularo, del Di Cocco e del Malacarne.

Per questo motivo ritengo particolarmente interessanti le ricerche di Grillenzoni (banca dei prezzi) e di Panattoni (mercato fondiario e degli affitti) volte all'indagine sistematica dei prezzi, delle loro fluttuazioni ed alla loro interpretazione.

Viceversa, e qui il condizionale è d'obbligo date le premesse fatte, crederei di poter dire che i cultori di estimo non agricolo abbiano battuto una via opposta, meno curandosi di una organica teoria generale che non di sistematiche ricerche nel campo pratico. Questa impostazione tradisce, talvolta, se mi è lecito dirlo, una certa ingenuità, come quando, ad esempio, lo U.E.C. (Unione Europea dei Periti Contabili), parla del « Procedimento di Stoccarda », definito da una ordinanza amministrativa del 1955, riferendosi all'uso, raccomandato e riconosciuto, di diminuire del 30% il reddito da capitalizzare nella valutazione di azioni non quotate e delle partecipazioni, per tener conto, indirettamente, del rischio di impresa. Rischio che, invece, con il « Procedimento di Berlino » del 1946 era valutato nel 2% del volume d'affari medio o nel 4% dell'attivo (venivano ammessi scarti in più o in meno a seconda delle circostanze).

Se è vero, come io credo sia stato, che nei tempi (e per i luoghi) in cui questi autori scrivevano una diminuzione del 30% del reddito centrasse veramente la percentuale di rischio d'impresa, nulla giustifica che in tempi e luoghi differenti questi « procedimenti » si possano adattare alle circostanze reali. Come scriveva Einaudi, qualsiasi dato che l'autore circonda delle più grandi cautele interpretative e normative, una volta stampato diventa, per ciò stesso, fortemente autorevole: tanto più se a questo dato si dà il titolo di « procedimento » ed il patronimico di città che, per il solo fatto di essere tedesche, inducono nel lettore un senso di rispetto per la nota precisione germanica. Preferisco a questa sicurezza il Borio, quando afferma non essere possibile fissare in generale il saggio di rendimento del capitale.

A ben riflettere, si può identificare una dicotomia tra i cultori

di estimo agrario che si occupano di teoria e coloro che esercitano una professione attiva, nel senso che, a parte alcune eccezioni di rilievo, i teorici sono dei professionisti molto part-time (o non lo sono affatto) mentre molti pratici mostrano scarso interessamento per la teoria e la ricerca. Viene così a mancare quel fecondo interscambio tra teoria e pratica che mi sembra, invece, particolarmente vivace tra i periti contabili, anche se con i rischi di generalizzazione che abbiamo visto.

Questo stato di cose è spiegabile con motivazioni in parte oggettive ed in parte soggettive. Innanzitutto la stima del più probabile valore di mercato di un'azienda agraria rappresenta, come ha dimostrato una nostra indagine³, una delle occasioni di lavoro meno frequenti per i periti con titolo di studio (universitario o non); questo tipo di stime viene infatti svolto, di norma, da sensali ed altre figure professionali, quand'anche il venditore non entri direttamente in contatto con i possibili acquirenti. Assai più frequenti le stime per danni, per espropriazione, cauzionali, etc.

In secondo luogo, come dirò tra breve, l'azienda agraria sembra essere un bene più omogeneo rispetto a quelli extragricoli; questa affermazione sembra azzardata anche a me, dopo aver insegnato, per molti anni, che ciascuna azienda ha sue caratteristiche particolari che la rendono, per molti versi, unica.

Nella valutazione di aziende non agricole, tale dicotomia sarebbe meno accentuata: sia per la rilevanza dei valori che consigliano il ricorso ai professionisti di alto livello; sia perché le valutazioni che implicano la determinazione del più probabile prezzo di mercato sono frequenti (vendite, incorporazioni, etc.) sia per la complessità dell'azienda, sia per la scarsità di dati di riferimento.

Vediamo ora, gli elementi differenziali e quelli comuni tra aziende agricole e non agricole.

La base territoriale delle aziende agricole è, di norma, molto rilevante rispetto al reddito che essa produce in confronto, ovviamente, a tutte le attività extragricole. Il terreno agrario, inoltre, nonostante la legislazione vincolistica in tema di rapporti contrattuali, rappresenta pur sempre un bene rifugio molto ricercato: tal-

³ Campus F., Iacononi L., *Stime sintetiche, stime analitiche e pratica professionale (Risultati di un'indagine tra tecnici agricoli)*, Benvenuti e Cavaciocchi, Livorno 1964.

ché, pur con le inevitabili oscillazioni, può dirsi che il suo valore segua da vicino le fluttuazioni della moneta, mettendo così il capitale al riparo dalla svalutazione. Inoltre, per motivi vari, attualmente più numerosi di quelli indicati da Ricardo, è capace di fornire dei capital-gains in termini reali. Occorre poi ricordare — su questo punto torneremo in seguito — che sono piuttosto rare le situazioni di goodwill originate da situazioni di mercato, intese in senso ampio. Poiché per la maggior parte delle produzioni agricole il mercato può definirsi di libera concorrenza, anche se con prezzi in molti casi regolati da norme comunitarie o nazionali, gli eventuali sovraprofitti sono da attribuire quasi esclusivamente alla gestione eccezionalmente abile di alcuni imprenditori più che a marchi, brevetti, clientele, dominio su alcuni settori di mercato, etc. Infine, pur nella varietà dei terreni del nostro Paese, della loro localizzazione, altimetria, composizione chimica, giacitura, dotazioni d'acqua, presenza di microclimi, etc., esiste una quotazione del loro valore, sufficientemente nota almeno agli addetti ai lavori.

Da questo insieme di cause derivano più effetti: a) il valore patrimoniale delle aziende (che, di norma, vengono compravendute a cancello aperto) tende a coincidere con il suo valore d'impresa; b) non solo è possibile, ma diventa norma generale, il riferimento, nella stima, al prezzo stabilito dal mercato, e si rende così possibile l'adozione di procedimenti sintetici con parametri fisici. A questo proposito può sorgere un dubbio; se è vero, come si è detto, che il goodwill è normalmente assente nelle imprese agricole; se è vero, come aggiungiamo, che le economie di scala rivestono importanza limitata ad alcuni settori (zootecnia ed industrie agrarie) resta anche vero che, al di sotto di certe dimensioni aziendali, ampiamente variabili da luogo a luogo, la gestione agraria tende ad essere non remunerativa né dei capitali né del lavoro: tuttavia i prezzi unitari non sembrano risentire sensibilmente di queste limitazioni. Pur senza pretendere di spiegare completamente un siffatto comportamento del mercato, si può affermare che la caratteristica di bene rifugio in periodi di inflazione e la possibilità di successivi ampliamenti in epoche normali (con il ricorso a vari tipi di gestione, più o meno anomale, nel frattempo) giocano un ruolo decisivo. Ciò non vuol significare, ovviamente, che non esista un doppio mercato per le aziende di piccole e grandi dimensioni, ma soltanto che, nell'ambito del primo, l'ampiezza giuochi un ruolo secondario.

La possibilità di ricorrere ai prezzi di mercato verificatisi di

recente⁴ fa sì che l'estimatore agrario non si ponga, scientificamente il problema se un dato prezzo sia, o non, giustificato dalle prospettive di reddito o di rivalutazione del capitale. Al contrario, la teoria estimativa fa risiedere l'obiettività della stima proprio in questo: il perito non può e non deve fare valutazioni in base alle proprie conoscenze e previsioni, ma limitarsi a rilevare quelle che il mercato fa: *ed è evidente che il prezzo di mercato sconti già — in modo suo particolare — le attese degli acquirenti e dei venditori.*

A mio avviso, anche se alcuni autori di estimo agrario sono di diverso parere, la previsione non è carattere immanente della stima, a meno che detta previsione non venga riferita al mercato: ma mai al perito. Che il perito, in concreto, riesca a prescindere da una visione personale del probabile andamento del prezzo, in futuro, è cosa che ha rilevanza pratica, ma non teorica. Lo stimatore che si trovasse nelle circostanze indicate dal Guatri⁵ — dover tener conto, nella valutazione di un'azienda, del valore delle sue azioni, vertiginosamente aumentato nel volgere di un anno, nonostante la sostanziale costanza delle condizioni generali all'inizio ed alla fine del periodo considerato — non avrebbe avuto dubbi nell'assumere il valore in atto al momento della stima, proprio in quanto determinato dal mercato anche se in contrasto (apparente o reale) con la logica economica⁶.

L'individuazione dei beni di riferimento nelle stime sintetiche (vale a dire la scelta dei beni, recentemente compravenduti, di cui sia noto il prezzo) è uno dei momenti delicati della stima: senza

⁴ La delimitazione spaziale dei prezzi da utilizzare per la stima ha peso notevole nelle stime dei fondi rustici, come pure degli immobili urbani, i cui valori sono fortemente influenzati dalla localizzazione: probabilmente quest'ultima ha minor importanza nelle stime di aziende industriali e commerciali. A proposito dell'importanza del prezzo di mercato dobbiamo precisare che le nostre affermazioni non sono in contrasto con quelle, contenute e sottolineate in tutti i testi, che rimarcano la scarsa attività del mercato dei fondi rustici (non altrettanto degli immobili urbani). In effetti, il mercato dei fondi rustici è scarsamente attivo, ma presenta un numero di contrattazioni nettamente superiore a quello di aziende industriali, commerciali, etc... di grandi dimensioni.

⁵ Guatri L., *La valutazione delle aziende*, op. cit., pag. 7. L'estimatore agrario avrebbe però perfettamente concordato con la principale considerazione che fa il Guatri nell'escludere il valore delle azioni quale stima del valore delle aziende: essere il mercato azionario limitato allo scambio di una modesta quantità di titoli; come se si potesse trovare il valore di un'azienda di 1.000 ettari assumendo come prezzi unitari quelli spuntati nella compravendita di qualche migliaio di metri quadri.

⁶ In proposito si veda: Di Cocco E., *La valutazione dei beni economici*, Edizioni Calderini, Bologna 1972.

approfondire l'argomento⁷ si può affermare che un parametro di stima è tanto più rispondente quanto più esatta è la sua misurazione e quanto più costante il rapporto che lo lega al valore di mercato di beni simili. È evidente che, quanto più sono omogenei i beni e numerose le contrattazioni, tanto più semplice è l'individuazione del prezzo di riferimento. Pur comprendendo che nelle stime di grosse aziende industriali e commerciali l'omogeneità non sussista e sia quindi improbabile il ricorso al mercato, ci sembra che per aziende commerciali di modeste dimensioni, per bar, negozi, ristoranti, alberghi, etc. una certa omogeneità di condizioni potrebbe essere trovata. Viceversa, nella (scarna) bibliografia che conosco, l'argomento non è molto approfondito (in quanto non riscuote molta fiducia) e si fa solo cenno alla valutazione di una azienda tramite la stima del suo pacchetto azionario (metodi diretti). c) Un terzo effetto che deriva, essenzialmente, dall'essere il goodwill più l'eccezione che la regola nelle aziende agrarie è l'adozione, generalizzata ed enfatizzata (tanto da diventare uno dei caposaldi delle stime), del concetto di *ordinarietà*: seppure non sconosciuto nella valutazione delle imprese non agricole, l'uso di detto concetto non trova un impiego sistematico: sembra anzi si frazioni in più procedimenti che godono di considerazione molto diversa.

Nell'estimo rurale, ed in particolar modo nei procedimenti analitici per la ricerca del più probabile valore di mercato (capitalizzazione dei redditi) di aziende funzionanti, il perito — nell'ambito di determinate classi d'ampiezza, di altimetria e di localizzazione in generale — prende in esame la reale situazione per ciò che riguarda i « comodi » del fondo (posizione rispetto alla rete stradale, distanza dalle città, dai mercati, salubrità del clima, amenità del luogo, etc.), nonché la fertilità, intesa in senso lato, e le dotazioni di risorse produttive (acqua irrigua, etc.): ma, per quanto attiene la conduzione, prescinde da quella reale, in atto, per rifarsi, idealmente, alle scelte che attuerebbe l'imprenditore ordinario, dove all'aggettivo va attribuito il significato statistico di « più frequente ». Ne segue che il bilancio preventivo per la determinazione del reddito medio viene eseguito nell'ipotesi che l'azienda non solo sia

⁷ Cfr. Medici G., *Principi di Estimo*, Edagricole, Bologna 1972. Campus F., Romiti R., *Soggettività, obiettività e previsione nel giudizio di stima*, L'Agricoltura Italiana, Pisa 1977. Campus F., Romiti R., *Validità attuale della stima analitica*, L'Agricoltura Italiana, Pisa 1977.

gestita in modo ordinario, ma sia dotata di quelli investimenti che lo stesso imprenditore ordinario attuerebbe, salvo poi tener conto di questo fatto in sede di detrazioni, o aggiunte, al valore trovato capitalizzando il reddito: infatti, così come vengono considerati esistenti taluni investimenti ordinari che mancassero, vengono trascurati quelli che esulano dalla gestione ordinaria, salvo valutarli, da caso a caso, come mezzi produttivi da sfruttare in altro modo. Si badi bene che l'ordinarietà è un concetto di dominio comune, non patrimonio soltanto degli studiosi, che si è imposto, prescindendo dalle difficoltà di una sua esatta trasposizione nella realtà, per la sua forza logica: nella stima del più probabile valore di mercato si parte dal presupposto che l'azienda, cambiando di proprietà, cambi anche di gestione e che il più probabile acquirente ricada, in termini probabilistici, nella classe di maggior frequenza per quanto riguarda le attività imprenditoriali: e che sia proprio questa classe di imprenditori a determinare il prezzo di mercato⁸. Né, a quanto risulta, desta scandalo, nella pratica, che l'azienda da valutare venga « normalizzata » considerandola gestita in modo ordinario: al contrario, si giungerebbe, talvolta, a risultati assurdi capitalizzando un reddito desunto dalla gestione attuale dell'azienda da stimare. Basti pensare alle aziende abbandonate o mal coltivate (problema al quale ritengo sia stata data un'importanza eccessiva) le quali, in una stima analitica con redditi desunti dall'attualità, avrebbero valori bassissimi o addirittura negativi⁹.

Vi è di più: poiché in estimo agrario si ritiene, giustamente

⁸ Né si tratta di un concetto recente, ma soltanto della trasposizione sotto forma più logicamente elaborata di nozioni note da molti anni. Così il Girri, nel suo « L'agrimensore Istruito » stampato a Venezia nel 1758, dopo aver affermato che il rapporto che lega il capitale al suo frutto è, in Ferrara, pari al 5%, si preoccupa delle giuste determinazioni di detto frutto osservando che quando un livellario paga un saggio maggiore « Non è però questo, che quello possa dirsi il vero frutto di quel terreno; poiché si vede, che morti quelli tali che avevano il traffico, gl'Eredi non potendo o non essendo in grado di ciò fare, si rendono inabili a pagare detto frutto, e col tempo decadono dall'Uso o sia Livello, e perdono la Casa, i miglioramenti, etc. e alle volte nemmeno ciò basta al pagamento del suo total debito... ». Nelle « Regole teoriche-pratiche e rustico-legali per fare le stime dei predj rustici » del 1785, il Fineschi mostra di aver perfettamente inteso i concetti di ordinarietà, attualità e potenzialità del valore dei fondi.

⁹ Sarà il caso di accennare, di sfuggita, che sorse, anche in campo agrario, un'accesa disputa tra attualisti e suscettivisti, nella quale i primi sostenevano doversi capitalizzare il reddito effettivo (attuale) ed i secondi che il perito dovesse individuare le potenziali capacità produttive dell'azienda. La teoria dell'ordinarietà risolse le controversie individuando come reddito da capitalizzare — tra tutti quelli teoricamente ottenibili — il reddito che avrebbe conseguito l'imprenditore ordinario.

credo, che l'unica via possibile per individuare un saggio di capitalizzazione adeguato sia quella di ricavarlo dal rapporto tra la sommatoria dei redditi (benefici fondiari) forniti da aziende simili a quella oggetto di stima e delle quali sia noto il prezzo di mercato (V) in recenti compravendite $\left(i = \frac{\sum Bf}{\sum V}\right)$, è necessario procedere alla determinazione del reddito ordinario di tutte le aziende prese come riferimento. Ed è proprio questo uno dei motivi per cui, pur avendo una buona stampa ed occupando uno spazio notevole nella didattica, la stima analitica per capitalizzazione dei redditi trova scarsa applicazione¹⁰.

Cosa succede nella valutazione delle aziende non agricole? In sintesi, l'idea che mi son fatta è la seguente. Non si ha molta fiducia nei metodi per capitalizzazione, o metodi reddituali, qui assai più articolati, che vengono considerati troppo soggettivi e sintetici, ma utili per integrare e correggere i valori patrimoniali, più analitici ed obiettivi: in conclusione, perciò, non è infrequente il ricorso ad entrambi i procedimenti i cui risultati vengono mediati.

Io ritengo che una applicazione più esplicita dell'ordinarietà potrebbe dare risultati interessanti.

Vorrei iniziare dai metodi reddituali, avanzando l'ipotesi, da verificare, che i diversi metodi che Guatri esamina, metodo reddituale semplice (o capitalizzazione del reddito normale atteso), metodo della attualizzazione dei redditi attesi anno per anno e metodo finanziario (attualizzazione dei flussi finanziari: questi ultimi due metodi hanno senso soltanto quando l'orizzonte economico dell'azienda è limitato a pochi anni di gestione) potrebbero essere facilmente ricondotti ad un unico metodo con l'impiego di adeguate formule di matematica finanziaria, soprattutto nel calcolo degli ammortamenti e dei fondi di accantonamento. Ma rimandiamo ad altri questo interrogativo ed esaminiamo il metodo reddituale semplice, a quanto pare il più usato: come si determina il reddito da capitalizzare? Seguendo il Guatri, abbiamo il metodo dei risultati storici (che uguaglia il reddito futuro con quello ottenuto in tempi recenti); il metodo di proiezione dei risultati storici (che determina il reddito

¹⁰ Ma non solo per questi motivi. Nelle piccole e piccolissime aziende e nel part-time farming, risulta oltremodo difficile ipotizzare una gestione ordinaria soprattutto per quanto attiene l'impiego della manodopera e delle macchine; si preferisce quindi, di norma, la stima sintetica a parametri fisici.

futuro correggendo il reddito del recente passato sulla base dell'ipotizzabile comportamento di alcune variabili quali la produttività del lavoro, il livello dei prezzi di vendita etc.); il metodo dei risultati programmati (che desumono i redditi dai piani produttivi definiti, per i prossimi anni, dall'azienda); il metodo dell'innovazione (in cui il reddito viene stimato ipotizzando nuove condizioni di gestione).

Pur con le cautele doverose per chi, come me, si addentra in una realtà decisamente non familiare, sembra lecito affermare che la situazione prospettata riecheggi la disputa tra attualisti e suscettivisti di cui ho fatto cenno. Secondo Guatri, i pratici sarebbero i fautori dell'attualità (metodo dei risultati storici) essendo scettici sulla possibilità che un compratore possa mai pagare un valore determinato sulla base di redditi futuri che si dimostrano frutto di pura fantasia. I teorici criticano il metodo, convinti che il riferimento al passato sia un criterio concettualmente non valido; rilevano le insufficienze e vagliano i pericoli degli altri, tutti basati su modifiche della gestione, ma non colgono, a mio avviso, l'importanza di rifarsi al comportamento dell'acquirente più probabile ed alla gestione che egli attuerebbe, cioè al metodo dell'ordinarietà. Afferma il Guatri « Ma tali attese di miglioramento condizionate al nuovo intervento non sono, se non in modo indiretto e lontano, una componente del valore odierno dell'azienda. Il conseguente maggiore valore, che può derivare in futuro dalle innovazioni introdotte e dalle sinergie con altre attività di gruppo, è senza dubbio un elemento che l'acquirente potenziale tiene presente nella definizione dei propri giudizi di convenienza, ma non è una componente del valore odierno dell'azienda. La valutazione del capitale economico in funzione dei redditi, in altri termini, è generalmente condizionata dalle caratteristiche imprenditoriali, manageriali e di collegamento che l'azienda da valutare oggi presenta. Le variazioni conseguenti ad un ipotizzabile passaggio a terzi, specie se queste incidono notevolmente sui risultati attesi, sono un fenomeno diverso: a ben vedere è quasi come se si trattasse di valutare un'altra azienda (con diversi soggetti, altre capacità manageriali, altri collegamenti, etc.). Se accettassimo di introdurre questa ulteriore variabile nella definizione del capitale economico, avremmo in realtà tanti valori quanti sono i potenziali acquirenti. E ciò genererebbe soltanto elementi di confusione ¹¹ ». Più avanti lo stesso Autore — a proposito

¹¹ Guatri L., *op. cit.*, pagg. 99-100.

della valutazione di un'azienda con forte indebitamento — si dichiara contrario a dedurre dalla valutazione del capitale economico i debiti non considerati, in quanto, così facendo, l'eventuale compratore impegnerebbe mezzi e correrebbe rischi: e si domanda per quale motivo dovrebbe beneficiare di ciò il venditore e non il compratore.

Ora, io non sono certo che in un'azienda non agricola sia possibile (facile non lo è neppure nell'azienda agraria, soprattutto di questi tempi) individuare il modo in cui si comporterebbe il compratore più frequente. Ma se, come ritengo, ciò è possibile, non si tratterebbe di individuare tanti valori quanti sono gli acquirenti, ma uno soltanto: e l'ordinarietà uscirebbe a pieno diritto dalla ristretta cerchia dell'estimo agrario.

Questo argomento è collegato, sia pure in modo non stretto, all'oggetto della valutazione. Viel, Bredt, Renard¹² iniziano il loro libro affermando, giustamente, che « non esistono valori assoluti, poiché non sono le cose che ci impongono determinati valori, ma è l'uomo che attribuisce ad esse determinati valori ». Ciò nonostante, il valore di perizia deve essere il più obiettivo possibile. Circa l'impostazione (ordinarietà) degli estimatori agrari si è già detto; credo che, sostanzialmente, il concetto sia il medesimo anche nelle stime di aziende non agricole, anche se la lettera della definizione può far sorgere qualche dubbio. Dice infatti il Viel che il valore *general*?, o valore *comune* o valore *obiettivo* corrisponde al prezzo che « in circostanze normali, astrazione fatta dalle parti in causa, dei loro particolari interessi e dello stato di cose esistenti, può essere considerato come adeguato ». Viceversa, il valore soggettivo, o individualizzato, è quello che tiene conto dei punti di vista delle parti oppure della forza contrattuale delle medesime.

Avrei da osservare, sempre che non si tratti di un'obiezione più semantica che di sostanza, che il richiamo a circostanze normali, l'astrazione dello stato di cose esistenti e, fino ad un certo punto, dalle parti in causa mi fa pensare che l'affermazione di base — l'essere cioè il valore un rapporto tra soggetto ed oggetto e non una caratteristica intrinseca dell'oggetto come il calore o il peso specifico — non venga sempre rispettata; l'anormalità e la normalità delle condizioni non dovrebbero infatti interessare il perito se questi

¹² Viel J., Bredt O., Renard M., *op. cit.*, pag. 9

si basa sul mercato, il cui andamento può, evidentemente, essere giudicato, a posteriori, ma non corretto. I caratteri specifici, individuali, dei contraenti, possono, e devono, essere trascurati, ma non quelli generali delle parti stesse in quanto espressioni di forze di mercato; ed infine lo stesso « stato di cose » può rientrare tra gli scopi pratici della stima, e quindi influenzarla, come nel caso di vendite coattive le quali, per doversi svolgere in tempi ristretti o per avere una pubblicità limitata, rientrano in un mercato diverso da quello ordinario.

Vorrei concludere questa relazione tornando sulla determinazione del più probabile valore patrimoniale di un'azienda e sottolineare che in campo agricolo, per quanto ho prima detto sulla rilevanza della base produttiva (terreno), il valore di liquidazione tende ad essere di ben poco inferiore a quello di una normale compravendita, e che la differenza consiste, essenzialmente, nelle caratteristiche del mercato in cui un bene da liquidare si colloca. In molte aziende industriali, viceversa, il valore di liquidazione è spesso enormemente inferiore a quello dell'azienda efficiente, capace di produrre reddito. Ne segue che il procedimento suggerito — valutare la massa dell'attivo (complesso dei beni e dei diritti) ed il suo valore corrente e poi rettificare tale valore corrente in relazione alle capacità di reddito — mi sembra un circolo vizioso. Infatti, da un lato non si annette molta fiducia nel valore ottenuto dalla capitalizzazione dei redditi; dall'altro, essendo modesto il valore di liquidazione, il valore corrente viene basato sui costi di ricostruzione o di sostituzione, che sono pensati e valutati in funzione del reddito che i beni ricostruiti o sostituiti saranno in grado di fornire. In altri termini, se la sfiducia nei procedimenti di capitalizzazione dei redditi è in buona parte motivata dalla necessità di ricostruire un'azienda astratta per prevedere un reddito medio continuativo, è la stessa cosa ipotizzare la ricostruzione o la sostituzione di beni in funzione della produzione di quel reddito: dal momento che ci si attende che il valore attuale del bene ricostruito o sostituito frutti un saggio di interesse normale.

Come si è detto, il goodwill è più un fatto eccezionale che la regola nelle aziende agricole: esso viene definito dai periti contabili dell'UEC, come la differenza tra il valore globale dell'azienda ed il valore corrente delle attività. Esso rappresenta l'espressione della stima di cui gode l'azienda presso la clientela ed il mercato creditizio; il possesso di brevetti, licenze, diritti di marchio, di modello,

di disegno e d'autore; l'organizzazione, il valore delle relazioni commerciali avviate, la posizione sul mercato sia dal punto di vista fisico che commerciale, la qualificazione della manodopera. Schmalenbach, citato da Viel, Bredt, Renard, individua due tipi di goodwill: il primo da ricondurre ai costi di organizzazione interna ed esterna dell'azienda che — sia pure con qualche difficoltà di calcolo — possono essere aggiunti all'attivo patrimoniale; il secondo è il plus valore di capitalizzazione cioè la differenza tra il valore di rendimento di una azienda ed il suo valore totale di riproduzione. A me sembra che si possano tentare, ai fini valutativi, un'interpretazione ed una classificazione più tradizionali.

È ovvio che può essere venduto soltanto ciò che è trasferibile: questa affermazione lapalissiana non ci aiuta nella stima del goodwill ma ci consente di separare ciò che deve da ciò che non deve essere valutato.

Il risultato complessivo di una qualsiasi impresa dipende dalla dotazione dei fattori produttivi e dall'abilità imprenditoriale. Occorre però tener conto delle differenze notevoli che si riscontrano tra le aziende agricole e non; nelle prime, il personale dirigente è limitato, anche nelle grandi dimensioni, a poche unità, mentre, nelle imprese non agricole, lo staff manageriale ha dimensioni notevoli. Inoltre, l'omogeneità della maggior parte dei prodotti agricoli, unita all'atomismo dell'offerta cui si contrappone una domanda di tipo paramonopolistico, fa sì che il mercato sia scarsamente influenzabile dalle decisioni della direzione. Il contrario, è noto, avviene nelle aziende industriali, commerciali etc., nelle quali la conquista di una parte del mercato, con l'imposizione, talvolta esasperata, di marchi di fabbrica, tramite la pubblicità, le relazioni pubbliche e le altre tecniche di marketing, rappresenta un impegno forse maggiore di quello richiesto dalle tecniche produttive, più costanti e standardizzate.

Proprio in quanto fatto straordinario, la valutazione del goodwill nelle imprese agrarie in cui esso è presente si dimostra, almeno in teoria, più facile. Vale intanto la pena di rilevare che un certo tipo di avviamento è presente sia in aziende di dimensioni limitate che in imprese, soprattutto di trasformazione, di notevole mole. Tra le prime ricordiamo le conduzioni dirette di coltivatori, con aziende situate a non grande distanza dai centri abitati, che sono riusciti a formarsi un'affezionata clientela per prodotti particolari (olio, vino, formaggi, bassa corte) in nome di un'assicurata genuinità. Tra le

grandi aziende si possono annoverare le cantine e gli oleifici sociali che producono derrate di pregio. Infine, in un campo diverso da quello del mercato, abbiamo aziende che hanno messo a punto tecniche particolarmente efficienti o si sono orientate verso colture e varietà (pensiamo ai fiori, a certi ortaggi) di redditività elevata.

In tutti questi casi, a nostro avviso, l'avviamento deve essere valutato, in caso di compravendita, previa risposta alla seguente domanda: l'imprenditore di normali capacità, il più frequente, l'ordinario, è in grado di mantenere quella clientela, di seguire quella tecnica, di coltivare quelle specie e varietà? Se la risposta è affermativa esiste un avviamento, il cui valore verrà stimato o scontando i maggiori redditi o valutando i maggiori investimenti fondiari occorrenti per quelle attività. Se la risposta è negativa il goodwill non può essere considerato trasferibile e, pertanto, valutabile. La durata dell'avviamento è di difficile determinazione, né il mercato può venirci in aiuto: in questa situazione si può scegliere il procedimento anglosassone, o quello germanico o quello misto¹³ tenendo presente che, al di là dell'aspetto formale, si tratta di convenzioni e non di dati certi ed universalmente applicabili.

Nelle imprese non agricole, lo staff dirigenziale, il marchio della ditta, il volume delle vendite effettuate in un mercato di concorrenza imperfetta, i brevetti, le ricerche avviate rappresentano un patrimonio ingente che addirittura prevale, in certi tipi di attività, sul capitale immobilizzato. Si ammette, generalmente, che una parte almeno del valore del goodwill possa essere valutata con procedimenti diversi dalla capitalizzazione dei redditi eccedenti la normale fruttuosità dei capitali investiti: mediante i cosiddetti metodi patrimoniali complessi di primo e di secondo grado vengono valutati, infatti, oltre i beni materiali, anche « i beni immateriali non contabilizzati ma dotati di un effettivo o supposto valore di mercato » (metodi patrimoniali complessi di primo grado) e gli « altri beni immateriali non contabilizzati e non dotati di valore di mercato » (metodi patrimoniali complessi di secondo grado)¹⁴.

Tranne quando esistono riferimenti di mercato (ad esempio valore delle licenze commerciali), le stime sono piuttosto incerte, come nel caso del « l'avviamento sui depositi » o del « valore della rac-

¹³ Si veda Grillenzoni M., *Stima dell'impresa zootecnica*, Edagricole, Bologna 1979.

¹⁴ Guatri L., *op. cit.*, pagg. 24-25.

colta ». Quando, poi, si passa alla valutazione dei beni immateriali non contabilizzati e non dotati di valore di mercato è giocoforza ricorrere a procedimenti quali il costo di sostituzione o di riproduzione del bene, la capitalizzazione dei costi sopportati, il costo della perdita o la redditività attesa di un certo bene immateriale. Ad esempio, l'addestramento delle maestranze o una campagna pubblicitaria possono essere valutati in base ai costi che si sosterebbero per giungere ai medesimi risultati. Il « costo della perdita » ... « esprime una misura di quanto i responsabili di un'azienda sarebbero disposti a pagare per riavere subito uno strumento operativo (ad esempio: la forza di vendita al dettaglio) che è venuto improvvisamente a mancare » ¹⁵.

Nella pratica, però, il valore complessivo dell'impresa viene, di norma, stimato aggiungendo al capitale netto rettificato il valore dell'avviamento (inteso, in termini annui, come la differenza tra il reddito effettivo e l'interesse sul capitale netto rettificato). Quest'ultimo, per tener conto della sua durata limitata nel tempo, viene valutato a seconda dei casi e degli autori, pari alla metà del maggior reddito capitalizzato ¹⁶; oppure capitalizzando l'avviamento per un numero limitato di anni; oppure ancora, capitalizzando l'avviamento per un numero illimitato di anni ¹⁷.

Per concludere l'argomento: in tutte le circostanze in cui il mercato di beni simili a quello da stimare è assente, o quanto meno poco attivo, si impone — per le aziende non agricole nelle quali l'avviamento è parte rilevante — *una valutazione dei redditi futuri*. Dal momento che la determinazione del saggio di investimento non

¹⁵ Guatri L., *op. cit.*, pagg. 47-48.

¹⁶ La formula impiegata è $W = \frac{1}{2} \left(K + \frac{R}{i} \right)$ dove K è il valore del capitale netto ed R il reddito atteso. Tale formula è equipollente a $W = K + \frac{1}{2}(R/i - K)$ che mette in evidenza come il valore globale sia pari alla somma del capitale netto e di metà dell'avviamento. Anche nell'estimo agrario, come risulta da una nostra indagine prima citata, molti professionisti segnalano la convenienza di mediare tra loro i valori trovati per via sintetica e per via analitica (a parametri fisici e per capitalizzazione dei redditi). L'intento non è, però, quello di tener conto del goodwill — che si ritiene inesistente — bensì di mediare dati incerti nella speranza di diminuire l'errore.

¹⁷ Si tratta, prevalentemente, di forme diverse di un'unica sostanza: nelle capitalizzazioni illimitate l'alto saggio usato conduce a risultati vicini o uguali a quelli della capitalizzazione per tempi limitati. Inoltre, se il saggio è doppio di quello usato per la fruttosità media dell'investimento (K) si torna alla metà del valore del maggior reddito capitalizzato.

sembra, come avviene in campo agrario, determinabile soltanto come rapporto tra redditi e prezzi di beni simili ma approssimabile, pur con le difficoltà inerenti il rischio, la durata etc., partendo da un saggio corrente e riconosciuto valido; tenuto conto che la valutazione del capitale corrente a costo di surrogazione, ricostruzione, trasformazione o liquidazione presuppone una serie di ipotesi ben precise sul futuro andamento dell'azienda; considerato, infine, che il concetto di ordinarietà potrebbe trovare applicazione anche nell'estimo non agrario, mi sembra di poter concludere che i *metodi reddituali ed assimilati potrebbero aver maggior diffusione e potere di convincimento al pari dei metodi patrimoniali*: col vantaggio di non imporre dei calcoli separati per la stima dell'avviamento.

Un'ultima notazione sul potere di convincimento dei procedimenti di stima. Scrivevo, con Iaconi, nel lontano 1964: « Ancora non tutti sono convinti che l'unica differenza che può esistere tra le perizie è di essere buone o cattive, intendendo con le prime quelle che *dimostrano* chiaramente perché si è giunti ad un certo valore, e con le seconde quelle che non lo dimostrano »¹⁸. Mi sono convinto, viceversa, che spesso le attribuzioni di valore, la scelta delle analogie con beni di cui è noto il prezzo, l'apprezzamento di caratteristiche particolari, tutte cose che ricorrono di necessità nelle stime per la determinazione del più probabile valore di mercato, si fondano essenzialmente su sensazioni del perito che, in quanto tali, possono essere solo raramente tradotte in ragionamenti logici e, ancor meno di frequente, singolarmente quantizzate. Il fatto che le argomentazioni peritali non possano raggiungere la dignità di prova riconduce il potere di convincimento alla fiducia per l'estensore della perizia.

Anche se i diversi procedimenti standard per tener conto del rischio d'impresa, della durata dell'avviamento etc., non costituiscono, a mio avviso, una prova, essi rappresentano tuttavia, per il destinatario della perizia, soprattutto se si tratta di un magistrato, un argomento valido per motivare la sentenza o la decisione. In un recente convegno del Ce.S.E.T. del 1981 sulla valutazione dei danni alla persona umana¹⁹, emersero chiaramente la molteplicità dei parametri di riferimento che potevano essere assunti in tali stime e le

¹⁸ Campus F., Iaconi L., *op. cit.*, pag. 11.

¹⁹ XI Incontro del Ce.S.E.T. su « La valutazione dei danni alla persona umana », Pisa, 10 gennaio 1981.

distanze che separavano gli indennizzi richiesti per incidenti analoghi in luoghi e tempi diversi; e fu unanime l'auspicio che venissero studiate delle tabelle di indennizzo cui fare riferimento²⁰; con l'evidente scopo di salvaguardare l'equità se era difficile giungere ad una nozione di giusto.

Anche se, nella valutazione delle aziende, i riferimenti concreti, di mercato, sono numerosi, resta sempre *un'ampia zona di incertezza nella quale prevale la discrezionalità del perito e la fiducia in lui riposta*. Le ricerche e le rilevazioni statistiche sulla durata del goodwill, sui marchi, sul valore delle licenze ecc., rivestono un'importanza notevole in quanto capaci di sostituire le carenze del riferimento di mercato. Non devono però indurre nella tentazione di esser considerate prove probanti, sia per la varietà delle situazioni, sia per la variabilità delle condizioni economiche alla quale non può star al passo l'aggiornamento delle tabelle.

Conclusioni

Pur nella diversità espressiva e di orientamento, l'estimo appare come teoria generale, valida nei diversi campi applicativi. La letteratura estimativo-agraria è molto povera di ricerche che abbiano come fine l'individuazione di indici in grado di quantizzare aspetti di mercato, di saggi di capitalizzazione, di rischiosità etc. In buona parte per tali motivi la stima analitica è diventata una finzione procedurale avente scopi di convincimento delle parti o di maggior remunerazione del perito. Per contro, l'estimo agrario può vantare una teoria generale, logica e completa; parte che, mi sembra, sia viceversa suscettibile di molti arricchimenti sia di metodo (penso all'ordinarietà) sia di sistemazione logica.

Se, come mi auguro, i cultori della nostra disciplina penseranno ad iniziative di studio e di ricerca diverse da quelle sinora seguite e volte ad integrarle, questa relazione non sarà del tutto inutile.

²⁰ « Onde evitare, però, le eccessive oscillazioni di un'assoluta discrezionalità, sembra opportuno cercare un punto di riferimento, già individuato dall'esperienza francese nel cosiddetto « point d'incapacité », e cioè in un indice di valori desunti dai precedenti giurisprudenziali, costituito dalla media dei rapporti tra le somme liquidate in una serie di fattispecie analoghe (preferibilmente numerose, nonché al massimo grado dettagliate) e le percentuali di invalidità ad esse relative » (Dalla relazione del prof. F. Busnelli all'incontro su citato).