

La valutazione d'azienda nel contesto dell'impresa in crisi: metodologia e criteri di analisi

Dott. Matteo Panelli

Dottore commercialista in Milano e Valenza

1. La valutazione d'azienda ed il capitale economico;
2. L'individuazione dell'impresa in crisi;
3. Gli obiettivi dell'analisi;
4. Le linee guida di una valutazione d'azienda in crisi: il criterio valutativo
5. Conclusioni.

1. La valutazione d'azienda ed il capitale economico

Come noto, le valutazioni di aziende, o di rami d'azienda, possono essere effettuate per diversi scopi. In alcuni casi, è la legge stessa ad imporne l'obbligo: ad esempio, l'art. 2498 lo richiede in tema di trasformazione societaria, mentre gli artt. 2343, e 2465 c.c. in occasione dei conferimenti. In altri casi, invece, le valutazioni sono effettuate volontariamente nel contesto di rapporti economici di vario tipo.

In ogni caso, ogni valutazione trova sempre la propria origine nell'esigenza di determinare l'effettivo valore economico di una azienda, ovvero – come definita dall'art. 2555, c.c. - del "complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa", stante la presumibile inutilità (a detti fini) dei valori contabili.

Si definisce "capitale economico" quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuta il sistema aziendale nel suo complesso al fine del trasferimento e nella posizione di perito indipendente.

Tra le varie definizioni del capitale economico, possiamo inoltre ricordare quella che ne sottolinea l'aspetto "economico-reddituale" attribuendogli il significato di valore attuale dei redditi presumibilmente realizzati dalla società, calcolato in base ad un idoneo tasso di interesse.

In questa accezione, il valore dell'azienda è riconducibile alla capacità della stessa di generare flussi di reddito (come indicato dalle metodologie reddituali), ovvero flussi finanziari (adottando cioè una metodologia finanziaria), ovvero infine all'attualizzazione di grandezze stock (presupponendo infine una metodologia patrimoniale).

In ogni caso, ed a prescindere dal metodo di valutazione adottato, il capitale economico rappresenta il valore reale di una azienda, contrapposto al valore contabile, stante il presupposto che quest'ultimo non possa essere considerato rappresentativo.

Fatte queste premesse, si intende quindi indagare l'applicazione delle metodologie di valutazione nel contesto dell'impresa in crisi, avendo cura di determinare il capitale economico di una azienda (ovvero di un "sistema") che non gode di equilibrio economico, finanziario o patrimoniale.

2. L'individuazione dell'impresa in crisi

La definizione di impresa in crisi merita di un particolare approfondimento.

Si definisce l'impresa come un'attività economica organizzata per la produzione o scambio di beni o di servizi. Essa rappresenta il motore dell'azienda, la quale a sua volta rappresenta il complesso degli strumenti necessari per la produzione di tali beni o servizi.

In questo contesto, l'impresa è un "sistema organizzato" caratterizzato da un ciclo di vita (*figura 1*) che prevede - in genere - 4 fasi distinte tra loro:

- *Iniziale*: l'impresa ha un volume di affari limitato e in lenta crescita con assenza di profitti a causa dei costi di avvia della produzione e di affermazione del mercato
- *Sviluppo*: l'andamento degli affari e profitti dell'impresa sono in forte crescita;

- *Maturità*: l'impresa produce un alto volume di affari e buoni profitti;
- *Declino*: progressivo calo del volume di affari e dei profitti

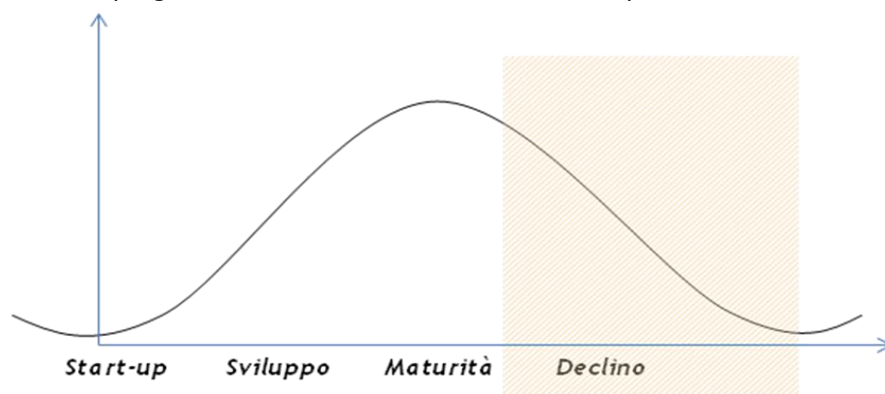


Figura 1 – ciclo di vita dell'impresa

Occorre inoltre distinguere il concetto di crisi con quello di insolvenza, seppure tale distinzione non rilevi direttamente ai fini della valutazione.

L'insolvenza infatti non coincide con la crisi d'impresa, ma ne è l'estrema conclusione. L'art. 5, L.F. dispone che "... Lo stato d'insolvenza si manifesta con inadempimenti od altri fatti esteriori, i quali dimostrino che il debitore non è più in grado di soddisfare regolarmente le proprie obbligazioni".

Le disposizioni normative poste a tutela dell'impresa in crisi, disciplinano diversamente le due fattispecie richiedendo, nel caso di crisi, che l'imprenditore si attivi senza indugio per operare il risanamento, mentre nel caso di insolvenza irreversibile, dichiarando il proprio fallimento.

Peraltro è interessante notare come già nelle culture antiche si era assunto il principio secondo il quale la crisi rappresenti una situazione che è indispensabile affrontare con immediatezza e senza indugio. Nella lingua cinese, la parola "crisi" viene letteralmente scritta con due ideogrammi, uno raffigurante il pericolo, l'altro, invece, l'opportunità, sottintendendo l'esigenza di attivarsi prontamente per il risanamento e - ove possibile - trarne spunto di miglioramento.

Una situazione di crisi si può quindi definire come quella fase della vita dell'impresa che pone a rischio la prospettiva della continuazione dell'attività. Il risanamento in tale ipotesi deve essere perseguito con tempismo, eventualmente ricorrendo a strumenti straordinari. Diversamente, l'inattività può essere causa di progressivo ed inarrestabile aggravio della crisi stessa, fino a convergere nello stato di insolvenza.

Nel contesto dell'impresa in crisi ed in particolare in riferimento alla disciplina sulle procedure concorsuali, si riscontra frequentemente la necessità di procedere a perizie di stima, ovvero alla determinazione del valore economico.

Peraltro l'art. 160, L.F., rubricato "Domanda di concordato", al comma 2, prevede che "Il debitore deve presentare con il ricorso: a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa; b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione; ...". Allo stesso modo, l'art. 182-bis, L.F. rubricato "Accordi di ristrutturazione dei debiti" rimanda al medesimo elenco contemplato nell'art. 160, L.F.

3. Gli obiettivi dell'analisi

La valutazione d'azienda assume un particolare interesse nelle strategie di risanamento e di rilancio, le quali a loro volta sono elemento caratterizzante dell'attuale contesto economico.

I piani di risanamento aziendale possono avere le più varie configurazioni a seconda delle specifiche esigenze dell'impresa in crisi; sovente essi si basano sullo strumento dell'affitto d'azienda (o di un ramo): viene in questo modo attuato lo scorporo della good company dalla bad company. La prima viene affittata, mentre la seconda resta in capo all'impresa in crisi, unitamente ai debiti ed ai crediti. Il magazzino - ove presente - è normalmente oggetto di contratto estimatorio e rientra nell'affitto d'azienda, garantendo così un polmone finanziario alla newco ed una reale opportunità di essere alienato a valori correnti a favore dei creditori dell'imprenditore in crisi. In questo contesto, assume rilevanza essenziale procedere ad una valutazione imparziale ed asseverata del compendio aziendale, per parametrare correttamente l'eventuale offerta di acquisto dell'azienda, soprattutto in caso di proposta concordataria.

Alla good company - emancipata dal contesto imprenditoriale in difficoltà - viene quindi affidato il compito di rilanciare il business, conservare i posti di lavoro e consentire di ricavare le risorse che permetteranno di sostenere il piano di risanamento.

Alla base di una strategia di rilancio fondata sullo strumento dell'affitto di azienda (o di suo ramo) vi è la considerazione che la situazione creditoria e debitoria e - più in generale - i rapporti giuridici preesistenti fossero insostenibili per l'azienda oggetto di emancipazione.

Le cause che abbiano condotto una azienda in una situazione di crisi possono essere:

- oggettivamente superabili con le risorse aziendali, in tempi ritenuti ragionevoli dall'imprenditore e dai propri creditori;
- non superabili nei modi e nei tempi di cui al punto precedente;

Nel primo caso, a prescindere dalle cause della crisi, l'imprenditore dovrà valutare se la strategia di risanamento prima e di rilancio poi sia compatibile con la continuità di ogni rapporto giuridico in essere. Tale strategia potrà considerare operazioni straordinarie (quali, fusioni, scissioni, ...) o ancora dismissioni di cespiti o di altri beni non più strategici, ovvero esclusivamente l'applicazione di un piano industriale ritenuto dall'organo amministrativo idoneo rispetto agli obiettivi prefissati.

A prescindere dalla strategia di risanamento deliberata, non sempre la continuità dei rapporti giuridici in essere è sostenibile: si pensi ad una impresa che veda il proprio volume di affari ridursi considerevolmente per una crisi di settore - senza peraltro intaccare necessariamente i margini di contribuzione - a fronte di una struttura di costi fissi che non può essere contratta nel breve periodo.

In questo contesto, l'imprenditore - consapevole che la continuità della propria impresa risulta minata - qualora giudichi che il proprio piano industriale sia ragionevolmente in grado di restituire economicità e redditività alla propria impresa, potrà operare l'emancipazione della good company, affittandola ad un terzo imprenditore ed i cui frutti (canoni di affitto) permetteranno di soddisfare (completamente o proporzionalmente) i creditori.

Si pensi al seguente caso (*Figura 2*) in cui una società abbia un saldo negativo tra crediti e debiti pari ad Euro - 550.000,00 e decida di affittare un ramo d'azienda (good company) ad una terza società (newco) la quale si impegna a pagare un canone di affitto di Euro 5.000,00 al mese per 3 anni (debitamente garantiti), avendo al 4° anno diritto di esercitare l'opzione di acquisto a prezzo prefissato.

Per semplicità considereremo i debiti già comprensivi degli interessi di dilazionamento e presupporremo che tutti i crediti siano certi ed esigibili.

	ANNO				
	0	1	2	3	6
OLD COMPANY (BAD CO.)					
DEBITI	-800,00				
CREDITI	450,00				
	<u>-350,00</u>				
NEWCOMPANY (GOOD CO.)					
AFFITTO DI RAMO D'AZIENDA		60,00	60,00	60,00	
ACQUISTO DI RAMO D'AZIENDA					170,00

Figura 2 – strategia di risanamento basata sul contratto di affitto d'azienda

Supponendo che tale piano abbia ricevuto assenso da parte dei credito della Old company – soprattutto nel caso in cui sia richiesto ai creditori un sacrificio in termini di stralcio del proprio credito - occorrerà interrogarsi in merito al valore dell'azienda, verificando se esso sia o meno compatibile con il piano di risanamento.

In altre parole, la new company sta pagando un prezzo adeguato al reale valore dell'impresa?

Questo interrogativo evidentemente cela una molteplicità di interessi:

- la newcompany dovrà valutare a priori l'economicità dell'operazione, nonché verificare eventuali condizioni di revocabilità della stessa;
- gli stakeholders della old company dovranno valutare la proposta a loro rivolta dall'imprenditore in difficoltà, nonché le alternative.

A prescindere dall'accesso o meno ad una procedura concorsuale, nel caso di affitto di ramo d'azienda con opzione per il suo acquisto, risulta quindi essenziale procedere alla valutazione dell'azienda in oggetto.

I problemi che si pongono al valutatore sono però molteplici: innanzitutto occorre definire quale sia il metodo di valutazione più appropriato; in secondo luogo, il perito dovrà porsi la questione circa la stima del valore dell'avviamento.

I due problemi si intersecano tra di loro e si sintetizzano nella attribuzione di un valore all'avviamento che rispetti le condizioni attuali e prospettive.

In altre parole, assumendo che l'esperto ritenga di optare per una valutazione mista, con autonoma determinazione dell'avviamento tramite l'attualizzazione dei flussi (reddituali o finanziaria) prospettici, questi si troverà certamente di fronte ad un dilemma fondamentale: i flussi prospettici devono essere stimati considerando l'attuale assetto aziendale (struttura di costi e strategia), e quindi considerando i risultati economico-reddituali consuntivi, ovvero dovrà stimare i risultati futuri previsti dal piano di risanamento che si intende attuare? In altre parole, quale affidabilità può essere attribuita in sede di valutazione d'azienda ad un piano strategico in corso di attuazione e quindi non oggettivamente confutato da significative serie storiche?

Questo dilemma diventa ancora più evidente in riferimento alla valutazione di aziende in crisi, nel cui complesso siano presenti marchi noti. Si pensi, a titolo puramente esemplificativo, alla casa automobilistica Bugatti Automobili Spa di Campogalliano il cui fallimento fu dichiarato dal Tribunale di Modena nel settembre del 1995 (peraltro marchio già fallito negli anni '60) avendo accumulato debiti per circa 200 miliardi di Lire.

Quale valore poteva essere attribuito al marchio Bugatti? Ovvero qual' era il valore attuale (debitamente scontato) dei flussi economici o finanziari prospettici generati dall'impresa

che incorpori tale marchio (posto che il marchio - da solo - non possa realizzare il "complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa")?

Guardando il passato (recente e meno) delle società che hanno avuto la proprietà di tale marchio, sembrerebbe di dover concludere ragionevolmente che tale marchio non abbia alcun valore. Ma è possibile affermare - in assenza di offerte di acquisto - che il marchio "Bugatti" sia privo di valore? Certamente no.

Come deve, quindi, il perito stimare la capacità prospettica di una azienda, ovvero determinare il suo avviamento, allorquando sia evidente che la stima dei flussi prospettici, mediante l'osservazione di quelli passati, conduca inevitabilmente ad un risultato ambiguo? Deve forse il perito estrapolare gli intangibles dalla realtà d'impresa e valutarli separatamente?

Ma anche in questo caso, non sarebbe una valutazione tendenzialmente non oggettiva, o comunque non dimostrabile?

Facciamo invece riferimento ad una piccola o media impresa (Figura 3) la cui crisi sia riconducibile ad una improvvisa riduzione di fatturato; in tale fattispecie, l'impresa risponde creando una nuova business unit che sopporterà la perdita di fatturato generata dal core business storico, permettendo inoltre il reintegro dei dipendenti in esubero, come di seguito descritto:

ANNO	Core business		New Business		complessivo	
	Fatturato	Dipendenti	Fatturato	Dipendenti	Fatturato	Dipendenti
2007	100	20	5	1	105	21
2008	105	21	5	1	110	22
2009	70	20	5	1	75	21
2010	60	9	45	9	105	18

Figura 3 – strategie alternative

E' di tutta evidenza che nella valutazione effettuata nel 2009 - anno di crisi d'impresa, con una riduzione percentuale del fatturato superiore al 30% - il perito dovrà attentamente valutare l'effettiva bontà della strategia d'impresa, i cui risultati non potevano certamente essere considerati oggettivi, sebbene forse ragionevoli.

Nel caso di cui sopra, l'impresa ha infatti saputo ristabilire il proprio equilibrio applicando una strategia che vista con gli occhi dei posteri è risultata di successo; ma nel 2009 come avrebbe fatto il perito a certificare tale trend?

Qual è quindi il compito del perito? Deve egli dare voce ai risultati prospettici di una strategia di risanamento, oppure deve basarsi esclusivamente su dati oggettivi?

Per dare risposta a questo quesito occorre ricordare i principi sui quali si basano i metodi di valutazione d'azienda, ovvero:

- generalità: i principi di valutazione non devono essere specifici per un caso specifico;
- razionalità: devono essere applicate formule accettate dalla dottrina;
- dimostrabilità: i risultati a cui si perviene devono essere dimostrabili; è necessario citare sempre la fonte di provenienza dei dati utilizzati (tassi di interesse, moltiplicatori di mercato, indici di settore, ...) e verificare che sia autorevole;
- neutralità (o obiettività): il perito deve essere un operatore imparziale nel processo di valutazione, evitando scelte arbitrarie;
- stabilità: occorre evitare oscillazioni frequenti dei dati utilizzati e dei risultati a cui si giunge, come richiesto anche dall'applicazione degli IAS che prevedono il c.d. Impairment Test per l'Avviamento (sul cui valore si basano numerosi processi di valutazione).

Quanto sopra enunciato, ci permette di concludere che il perito non possa basarsi su valutazioni che non siano oggettivamente riscontrabili: questo non vuol dire necessariamente che una strategia di risanamento o di rilancio debba essere ignorata allorché non abbia ancora espresso i propri risultati, rendendoli oggettivi. Significa invece che vada attentamente verificata la ragionevole probabilità che tali risultati siano raggiunti.

Alcuni esempi possono esserci di aiuto: se una impresa ottiene una commessa, adeguatamente garantita, certamente questo elemento dovrà essere tenuto in debita considerazione. Allo stesso modo, l'esperto non potrà prescindere da elementi futuri ragionevolmente certi, quali, a titolo esemplificativo, la maturazione del diritto di sfruttamento di un diritto di ingegno, ovvero il ricevimento di un'offerta (sempre debitamente garantita) per l'acquisto di un brevetto aziendale.

Nel caso in cui invece la strategia di risanamento non abbia elementi oggettivamente riscontrabili, l'esperto non potrà tenerne conto nel proprio parere, in quanto non sarà in grado di dimostrare l'effetto della stessa sui risultati aziendali.

Da quanto sopra esposto, al di fuori da casi specifici che possano avere un riscontro oggettivo, sembra doversi concludere che l'esperto chiamato ad esprimere una valutazione di azienda in crisi, non possa tenere in considerazione la strategia eventualmente deliberata dall'organo amministrativo.

D'altronde, la valutazione viene effettuata in un dato istante e quindi solo gli elementi che all'epoca abbiano oggettivo riscontro possono rientrare nel perimetro valutativo dell'esperto, a prescindere comunque dal fatto che abbiano già prodotto i propri risultati.

Detto ciò, ci dobbiamo chiedere quali siano gli elementi oggettivi e razionali che possano permettere al valutatore di dare credito ai risultati attesi da una strategia.

Nel seguente esempio (*Figura 4*), viene rappresentato un triplice scenario futuro, che dipende dalla attuazione o meno della strategia.

	2008	2009	2010	senza strategia (A) 2011	con strategia (B) 2011	con strategia (C) 2011
Fatturato	10.000,00	8.000,00	6.000,00	6.000,00	6.000,00	7.500,00
Costi variabili	-6.000,00	-4.800,00	-3.600,00	-3.600,00	-3.600,00	-4.500,00
Costi fissi	-3.000,00	-3.000,00	-3.000,00	-3.000,00	-2.000,00	-2.200,00
Reddito operativo	1.000,00	200,00	-600,00	-600,00	400,00	800,00
Ris. della gest. finanz.	-500,00	-500,00	-500,00	-500,00	-500,00	-500,00
Ris. della gest. strarod.	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Utile d'esercizio	600,00	-200,00	-1.000,00	-1.000,00	0,00	400,00
Reddito normalizzato	1.000,00	200,00	-600,00	-600,00	400,00	800,00

Figura 4 – strategie alternative

Il perito non dovrà prevedere quale sia lo scenario più probabile, ma dovrà ricercare gli elementi oggettivi che gli permettano di confermare o meno le determinazioni oggetto di sua analisi.

La tabella sopra esposta ci permette le seguenti considerazioni:

- la strategia B contempla un contenimento dei costi fissi, mantenendo invariati i livelli di fatturato e le marginalità immutate. Gli elementi oggettivi che dovranno essere considerati sono gli accordi sindacali già sottoscritti per la riduzione dei lavoratori o degli orari oppure ancora l'alienazione di cespiti non produttivi ma che assorbivano risorse;
- la strategia A contempla, invece, in aggiunta a quanto sopra descritto, un incremento del fatturato (con conseguente aumento proporzionale dei costi variabili). Gli elementi oggettivi che dovranno essere considerati sono la stipula di contratti di vendita e le relative garanzie.

Se infatti l'esperto non dovesse riscontrare alcun elemento oggettivo che gli consenta di prevedere lo scenario B o C, non potrà in alcun modo tenerne in considerazione e dovrà operare con prudenza, attribuendo un valore nullo all'avviamento. Ma anche volendo considerare gli effetti derivanti dal conseguimento di una delle due strategie sopra indicate, il perito dovrà affrontare un lavoro molto impegnativo, volto a verificare le risorse finanziarie e gli altri fattori indispensabili al raggiungimento degli obiettivi indicati nel piano.

Giungiamo quindi ad una prima conclusione rispetto alla quale il perito è tenuto ad ottemperare strettamente al principio di prudenza, valutando oggettivamente gli elementi posti alla sua attenzione, senza peraltro ignorare elementi che sebbene futuri appaiano ragionevolmente certi, valutazione questa che deve trovare conforto nell'esperienza maturata in capo al professionista stesso.

4. Le linee guida di una valutazione d'azienda in crisi: il criterio valutativo

Segue ora l'individuazione di un criterio valutativo che possa essere genericamente utilizzato nel caso di aziende in crisi, posto che occorra di volta in volta contestualizzare il metodo qui descritto, rispetto al caso concreto, guidati - ove possibile - dal metodo empirico e quindi dall'esperienza.

L'identificazione dell'oggetto della stima è fondamentale al fine di individuare i criteri rispetto ai quali l'esperto designato deve attenersi.

Nel proprio ruolo di perito indipendente, il perito - nella scelta ed applicazione della metodologia di valutazione del capitale economico - si atterrà scrupolosamente ai principi di razionalità, obiettività, neutralità, stabilità e generalità già analizzati nel capitolo precedente.

Il perito dovrà quindi adoperarsi al fine di ricercare il valore dell'azienda sulla base della situazione di fatto e tenendo conto dei piani e dei programmi decisi, ancorché non attuati, dall'azienda e disinteressandosi delle condizioni soggettive di negoziazione.

Il perito, rilevando che l'azienda oggetto di valutazione si presenta in crisi economico-patrimoniale, non potrà impiegare i principi di continuità, ma dovrà adottare quelli di liquidazione, ovvero di realizzo.

La valutazione generale deve prescindere inoltre da effetti contingenti di domanda e di offerta ed in particolare - quando la stima si riferisce ad un'azienda che verosimilmente sarà oggetto di cessione, ed a maggior ragione se concessa in locazione - deve ignorare le caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione.

Si intende, in ogni caso, individuare un valore generale dell'azienda che si contrappone al valore soggettivo, inteso come valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione (o cessione) da parte di un soggetto specifico.

Detto valore soggettivo sarebbe infatti influenzato da una serie di elementi, di opinioni, di ipotesi, ecc. legati alla peculiarità del caso concreto.

Valutazione razionale significa che il valore deve essere costruito mediante uno schema logico, chiaro e condivisibile. Tale schema presuppone che il valore dell'azienda sia stimato in funzione dei flussi di risultati attesi, della loro distribuzione nel tempo e del rischio che si associa all'investimento.

Valutazione dimostrabile significa che le quantità utilizzate nella formula valutativa prescelta sono state ritenute supportate da un accettabile grado di credibilità e di obiettività.

Sulla base di queste considerazioni il perito dovrà scegliere il metodo di valutazione più adeguato; nel caso di imprese in crisi, in ottemperanza di quanto sopra descritto, il criterio che appare più idoneo è il metodo misto patrimoniale - reddituale, tenendo conto della liquidazione e dei conseguenti criteri di realizzo del patrimonio in liquidazione. Tale scelta trova conforto nella dottrina e nella prassi che lo considera idoneo anche per valutare aziende in perdita.

Il metodo di valutazione in esame presuppone una ricognizione puntuale dei beni patrimoniali costituenti l'azienda (ovvero il ramo), nonché l'attribuzione di uno specifico valore agli stessi.

Di conseguenza, occorre applicare il metodo reddituale per la valutazione autonoma dell'avviamento: ciò permette di valorizzando la (eventuale) capacità dell'azienda di produrre flussi di reddito futuro, facendo quindi emergere un avviamento (good will), che è sarà determinato con stima autonoma, mediante l'applicazione la formula che utilizza il cd. "metodo dei flussi", che consistono, per l'appunto, nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali - è sintetizzabile nella seguente formula di carattere generale:

$$W = \sum_i F_i \cdot v_i$$

dove:

W = è il valore dell'azienda che si vuole valutare (nel caso in specie del solo avviamento)

F_i = è il flusso, finanziario o reddituale

v_i = è il fattore di attualizzazione di ciascun flusso

Nello specifico, la formula particolare dei flussi economici è la seguente:

$$W = R \cdot a_n^{-i}$$

dove:

W = Valore dell'azienda che si vuole valutare

R = Reddito medio prospettico, ovvero il reddito che si presume razionalmente di conseguire nei prossimi esercizi

n = Orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda

i = Tasso di attualizzazione

Il primo passo per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico: il reddito di bilancio deve essere dapprima "normalizzato" e successivamente integrato con i valori contabili non espressi, infine, se opportuno, espresso a valori correnti per depurarlo degli effetti dell'inflazione. Il valore così determinato prende il nome di Risultato Economico Integrato (nel seguito REI).

Ai fini della normalizzazione del reddito si deve tenere conto di diversi elementi, quali i componenti straordinari di reddito e quelli estranei alla gestione caratteristica, i costi latenti e ogni altro elemento che possa inficiare la significatività del REI (prima fra tutti la

presenza di contratti di leasing in essere). Infine è necessario rideterminare il carico fiscale sul reddito normalizzato così determinato.

Ai fini dell'applicazione del metodo reddituale è necessario decidere se considerare un orizzonte temporale finito oppure illimitato. Nella prima ipotesi, come già indicato precedentemente la formula da utilizzare è

$$W = R \frac{1 - a^{-n}}{i}$$

mentre nella seconda

$$W = R / i$$

Oggi, la prevalente dottrina – fatta eccezione per determinati casi – è orientata al ricorso ad un orizzonte temporale limitato (comunque con un numero di anni normalmente compreso tra 3 e 5). Un numero di anni superiore può essere adottato in casi specifici, come ad esempio concessioni pubbliche o rendite certe di posizione.

L'ultimo elemento da prendere in considerazione per l'applicazione del metodo reddituale è il tasso di attualizzazione. Si tratta certamente dell'elemento di più complessa determinazione, anche per i diversi significati di cui è sintesi. In particolare, si riportano le seguenti osservazioni:

- ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri, pertanto maggiore è il suo valore, minore sarà il valore attuale di tali flussi. Se i redditi futuri fossero particolarmente incerti sarebbe opportuno utilizzare un tasso piuttosto elevato, che diminuisse l'incidenza dei flussi più lontani nel tempo e quindi più incerti;
- deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando: maggiore è il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto;
- deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare, in particolare potranno essere presi in riferimento i principali indici di redditività settoriali;
- affinché si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dell'effetto inflazione: in periodi di forte aumento dei prezzi dovrà essere caricato di un maggior spread richiesto da tale fenomeno.

La teoria aziendale individua generalmente tre componenti fondamentali del tasso opportunità (detto anche tasso equivalente) indicate nella seguente formula:

$$i = i^* + r + l$$

dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico

i^* = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo, si tratta cioè della semplice remunerazione del capitale ottenuto in prestito

r = rischio dell'azienda di non conseguire i redditi presunti futuri

l = minor liquidità dell'investimento nel capitale dell'azienda, rispetto ad investimenti alternativi.

Così operando, il processo di valutazione di una azienda in crisi si configura come segue:

VALUTAZIONE ATOMISTICA DEGLI ASSETS PATRIMONIALI

La valutazione patrimoniale degli assets aziendali implica l'applicazione del criterio di prudenza, operando in modo da attribuire a ciascun bene (materiale o immateriali) il valore di presumibile realizzo, ovvero di effettiva utilità futura (*Figura 5*).

	Valore netto contabile	Valore di mercato	Valore di perizia
Magazzino	13.116,00	5.246,40	5.246,40
- materie prime e semilavorati	0,00	0,00	0,00
- merci e prodotti finiti	13.116,00	5.246,40	5.246,40
Immobilizzazioni materiali	213.856,67	99.939,38	98.950,00
- attrezzature e macchinari	944,80	500,00	500,00
- mobili, arredi e macchine elettr.	7.894,31	5.450,00	4.500,00
Immobilizzazioni immateriali	7.285,89	0,00	0,00
- costi di avviamento	3.750,00	0,00	0,00
- costi di ricerca e sviluppo	3.535,89	0,00	0,00
Immobilizzazioni finanziarie	35.473,00	35.473,00	0,00
- partecipazione in Alfa S.r.l.	0,00	0,00	0,00
TOTALE			104.196,40

Figura 5 – valutazione patrimoniale assets

VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO CON METODO REDDITUALE

La valutazione dell'avviamento implica, come sopra descritto, la normalizzazione del reddito secondo le regole comunemente applicate dalla dottrina aziendalistica che di seguito vengono sintetizzate (Figura 6):

	VALORI
1 Risultato lordo dell'esercizio	Così come emerge dal bilancio
2	
3 Normalizzazione dei componenti Straordinari	
4 + oneri straordinari	Voce E) 21) del Conto Economico
5 - proventi straordinari	Voce E) 29) del Conto Economico
6 +/- valor medio componenti straordinari	
7	4 - 5 ± 6
8	
9 Inserimento costi latenti	
10 - remunerazione manageriale	
11 - fitti figurativi	
12 - Interessi di computo	
13	-(10 + 11 + 12)
14	
15 Altri correttivi per la normalizzazione	
16 +/- normalizzazione di componenti di reddito estranei alla gestione	
17 +/- per canoni di leasing	
18 ...	
19	± 16 ± 17 ± ...
20	
21 REDDITO LORDO NORMALIZZATO	1 ± 7 ± 13 ± 18
22	
23 Correttivi fiscali	
24	
25 REDDITO NETTO NORMALIZZATO	21 - 23

Figura 6 –reddito normalizzato

La determinazione autonoma del valore dell'avviamento è l'aspetto più delicato. Se infatti nella maggior parte dei casi ci troveremo di fronte ad un reddito normalizzato come quello di seguito descritto, con la conseguenza che risulterà inutile applicare la formula già ampiamente descritta in precedenza, il perito dovrà attentamente comprendere quanto posto alla sua attenzione (*Figura 7*).

	risultato d'esercizio	normalizzazione	risultato normalizzato
al 31/09/2010	- 85.991,94	41.361,87	- 44.630,07
al 31/12/2009	20.875,00	- 55.142,00	- 34.267,00
al 31/12/2008	10.522,00	- 42.163,50	- 31.641,50
al 31/12/2007	9.310,00	- 63.857,00	- 54.547,00
al 31/12/2006	- 12.924,00	5.678,00	- 7.246,00

Figura 7 – esempio di reddito normalizzato

Vi sono infatti casi in cui nello stato patrimoniale dell'azienda non sono evidenziati assets immateriali (che nella nostra valutazione vengono normalmente ricondotti genericamente al concetto di avviamento) e che costituiscono oggetti degni di valorizzazione.

Si pensi ad esempio ad un brevetto o altra opera di ingegno ottenuto internamente (ovvero non acquistato dall'esterno) ed i cui costi non siano stati capitalizzati, non trovando quindi collocazione alcuna nel bilancio. Oppure ancora, si può immaginare, la proprietà di un marchio conosciuto sul mercato, creato nel tempo e che anch'esso non trova collocazione tra le immobilizzazioni immateriali (circostanza peraltro rara).

Questi beni dovrebbero rientrare in una più generica valutazione reddituale e considerati non tanto come assets materiali di autonoma rilevanza, quanto elementi che contribuiscono a realizzare fatturato, rientrando quindi in un contesto più generale di avviamento.

Ebbene, come comportarsi nel caso di impresa in crisi, ovvero soggetto giuridico che probabilmente evidenzia risultati economici negativi, tali da dover concludere l'assenza di good will?

Questa domanda ce la siamo già posta nel capitolo precedente, ma ora abbiamo maggiori elementi di indagine che possono permetterci di approfondire ulteriormente la questione.

Evidentemente questo problema non riguarda solo le imprese con reddito medio normalizzato negativo, ma ognuna che nonostante la proprietà di un assets immateriale di pregio (evidenziato autonomamente o meno in bilancio), sconti una struttura aziendale che non consenta di trarre il giusto profitto da tali assets.

Un esempio potrà essere di aiuto per comprendere meglio il problema: poniamo una impresa che detenga un marchio noto di abbigliamento che abbia un buon riscontro di pubblico ed una discreta notorietà; tale impresa si trova però in condizioni di crisi accentuata, tanto da doversi assumere uno stato di insolvenza irreversibile. Si ponga che tale crisi derivi da una repentina riduzione del fatturato che non sia stata accompagnata da una adeguata riduzione dei costi fissi (sovradimensionamento aziendale) tale da generare una progressiva erosione di ricchezza. Se tale bene fosse iscritto tra le attività, il perito dovrebbe ricercare il valore di presumibile realizzo; per fare questo avrebbe due possibilità: 1) verificare il valore medio di transazione sul mercato di beni del medesimo tipo; 2) ricerca il valore puntuale, offrendo il bene specifico a potenziali acquirenti.

Evidentemente, nel secondo caso si avrebbe un dato oggettivo e razionale: tale attività è però esclusa al perito, il quale potrà solo richiedere all'imprenditore se questi abbia raccolto nel frattempo offerte di acquisto irrevocabili e garantite.

Allo stesso modo, non è probabile che esista la possibilità di ricondurre il bene in oggetto a transazioni assimilabili di mercato, per l'unicità dello stesso.

Se poi il perito valutasse tale marchi sulla base della capacità di generare ricchezza per l'impresa che lo incorpora, giungerebbe alla conclusione che tale assets abbia un valore negativo.

Ci dobbiamo quindi chiedere se il perito debba emancipare il marchio, verificare la reale capacità di generare fatturato e stimare la redditività dello stesso, calando tali risultati in una impresa non in crisi.

Attribuire al perito questo compito appare piuttosto complesso. Come già ricordato, il perito dovrà operare oggettivamente, mentre l'attività sopra descritta conduce inevitabilmente a risultati che non sono facilmente dimostrabili.

Orbene, il perito dovrà valutare caso per caso le condizioni per operare una siffatta ricostruzione e – con la sua esperienza – definirne i margini di errore, fornendo una valutazione che rispetti i principi sopra più volte enunciati ed a cui dovrà sempre attenersi.

La sua perizia dovrà poi evidenziare questi elementi, delimitando il perimetro valutativo, giustificare quali elementi siano stati esclusi per mancanza dei requisiti di oggettività e rappresentare quali sarebbero stati i presumibili effetti (positivi) dell'eventuale loro inclusione.

L'esclusione dal perimetro valutativo degli effetti attesi della strategia di risanamento, ovvero della capacità di produrre reddito da parte degli assets immateriali che nel contesto in cui sono collocati non generano ricchezza deve sempre essere motivata; non è possibile ignorare questi aspetti semplicemente riferendosi genericamente al principio di prudenza, ma occorre valutarli, quantificarli e quindi motivare l'eventuale loro esclusione, simulando infine gli effetti che avrebbero avuto sulla valutazione medesima.

Rimandando a quanto abbiamo già detto in merito alla valutazione dell'avviamento, considerazioni e norme di comportamento che valorizzano il ruolo e l'esperienza del professionista, il risultato finale della valutazione dell'azienda (*Figura 8*) sarà quindi il seguente:

	TOTALE
	Euro
Patrimonio netto rettificato	104.196,40
Avviamento/badwill	N/A
Totale	104.196,40

Figura 8 – sintesi della valutazione finale

5. Conclusioni.

La crescente complessità delle dinamiche e dell'assetto organizzativo dell'economia mondiale, nonché le sempre più acute situazioni di crisi hanno determinato la necessità di specializzazione sempre più approfondita.

L'evoluzione della normativa da applicarsi alle imprese in crisi rappresenta poi un corpo a sé stante, che assume via via una importanza maggiore.

La valutazione delle imprese in crisi presuppone una conoscenza specifica e l'applicazione di modelli creati appositamente per dare supporto agli operatori costantemente dedicati a questi problemi.

Anche il mondo associativo è sempre più attento a dare supporto alle imprese in difficoltà, consci del fatto che la corretta gestione della crisi sia un elemento essenziale affinché siano salvaguardati tutti gli interessi che vi gravitano intorno, ovvero la sopravvivenza dell'azienda, la tutela del posto di lavoro e la migliore soddisfazione dei creditori, applicando quelle norme che sono state create ad hoc dal nostro legislatore.

Su questa linea è stata tra l'altro recentemente costituita **AIRC** – Associazione Italiana per il Rilancio delle Imprese in Crisi (www.airic.it) – con l'obiettivo di promuovere la tutela degli interessi e la difesa degli imprenditori e delle imprese in difficoltà, crisi o insolvenza.

Dr. Matteo Panelli

Commercialista in Milano e Valenza