

LA STIMA DEL VALORE DI REALIZZO DELL'AZIENDA

Presupposti per la corretta stima delle imprese nel contesto della composizione negoziata della crisi

- - La padronanza dei metodi di valutazione genericamente conosciuti (metodi patrimoniali, reddituali, misti, finanziari e di mercato).
- - Una sensibilità specifica con particolare riferimento al contesto valutativo perché numerosi sono gli aspetti qualitativi in grado di incidere sulla valutazione aziendale (dipendenza da figure chiave, risoluzione automatica dei contratti con i clienti, richieste di danni e penali in caso di liquidazione)

La stima

- A seconda delle ragioni per le quali si compie la stima si dovranno ricercare diverse configurazioni di valore ed adottare adeguate metodiche per la valutazione.

Valutazioni ricorrenti

- 1) Determinazione del valore prospettico di cessione del compendio al fine di ipotizzare i diversi risultati prospettici nelle alternative concretamente praticabili (realizzo del valore di mercato, valore di liquidazione ordinaria, valore di liquidazione accelerata o di liquidazione forzata, vendita in blocco o per disgregazione del compendio);

Valutazioni ricorrenti

- 2) valutazioni di convenienza a continuare l'attività;
- 3) valutazioni funzionali ad eventuali operazioni straordinarie sul capitale: stima ante e post conferimento in caso di aumenti di capitale con apporto esterno nella società in crisi; valutazioni dei rapporti di cambio in caso di fusioni; stima del compendio per il suo conferimento in una società, esistente o di nuova costituzione:

Valutazioni ricorrenti

- Può essere necessario compiere una o più di tali valutazioni e riconciliarle tra loro, allo scopo di prospettare ai partecipanti alla trattativa un quadro attendibile di tutti i possibili scenari, o più semplicemente in funzione della concreta evoluzione della negoziazione nel caso specifico.

Oggetto della stima

- Senza definire l'oggetto della stima è molto difficile definire il metodo di valutazione; d'altra parte tale oggetto dipende, a propria volta, dal momento in cui viene compiuta la stima e dalle finalità per cui tale stima è richiesta.

Valutazioni oggetto di stima

a) l'attivo dell'azienda in funzionamento;

b) l'attivo dell'azienda dopo eventuali nuovi apporti, a vario titolo, di mezzi monetari freschi;

c) l'attivo dell'azienda sulla base del piano di risanamento redatto;

Valutazioni
oggetto di
stima

d) i singoli cespiti attivi non funzionali alla continuità, in vista della loro cessione ordinata o forzata ;

f) le passività potenziali o i contratti onerosi ai fini di una loro risoluzione transattiva.

Le configurazioni di valore nelle imprese in difficoltà

a) il valore di mercato;

b) il valore di smobilizzo;

c) il valore recuperabile (pari al maggiore fra valore d'uso e giusto valore).

Presupposto della valutazione

- CONTINUITÀ
- Prospettiva che può essere assunta anche nell'ipotesi in cui la società sia in liquidazione, se oggetto di stima è un ramo che può operare in funzionamento
- Non può essere intesa come garanzia che in futuro la società non possa essere messa in liquidazione e l'assenza di riferimenti sull'incertezza della continuità non è garanzia di continuità

Presupposto della valutazione

- LIQUIDAZIONE
- Presuppone la cessazione dell'attività e la vendita dei beni in relazione alle opportunità di mercato e alle esigenze di liquidazione
- Liquidazione forzata: realizzata nel più breve tempo possibile
- Liquidazione ordinaria: nel tempo che consente il miglior realizzo dei beni da liquidare

Metodiche di valutazione

- La principale finalità della composizione negoziata è – in ultima analisi – la salvaguardia o il ripristino della continuità aziendale, sotto il vincolo del rispetto dell'interesse del ceto creditorio, il metodo di valutazione prescelto dovrà essere coerente con le ipotesi concrete formulate nel piano di risanamento.

Metodiche di valutazione

- Spesso si afferma che il metodo di valutazione d'azienda più proficuamente applicato per le aziende in perdita è il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma dell'avviamento (positivo, ma anche negativo o badwill).

Metodiche di valutazione

- La maggior parte delle valutazioni ipotizzabili nel contesto della CNC sono riconducibili al criterio della differenza tra il valore della provvista finanziaria ottenibile direttamente tramite la liquidazione anche in blocco o indirettamente tramite l'impiego nella continuità e la sommatoria delle risorse necessarie all'estinzione di tutte le passività attuali, future e potenziali, diverse da quelle che troveranno fisiologica soddisfazione nel normale ciclo finanziario dell'impresa risanata

Metodiche di valutazione

- Si tratterà, quindi, per lo più di valutazioni basate su flussi prospettici, con la precisazione che tali flussi potranno derivare, a seconda del tipo di piano di risanamento concretamente prescelto, dalla cassa generata dalla continuità, oppure – in tutto od in parte – dalla cessione del compendio aziendale o di sue componenti.

Metodiche di valutazione

- Qualora la crisi sia ritenuta reversibile si dovrà però tenere conto anche dei flussi di risultato ragionevolmente attesi sulla base del piano che dovranno essere corretti stante l'incertezza necessariamente connessa al contesto di crisi, ed i costi (operativi, per investimenti aziendali e per consulenze specifiche) associati al piano di risanamento.

Metodiche di valutazione

- Tra le leve a disposizione l'esperto ha la possibilità di incidere, con le proprie competenze e capacità anche di mediazione, non solo e non tanto sulla entità dell'attivo realizzabile, quanto sulla consistenza e sui tempi di soddisfazione del passivo ed è per questo che la maggior parte delle valutazioni saranno compiute nella prospettiva dell'attivo ponendo in secondo piano l'attuale livello di indebitamento (né la relativa onerosità).

Metodo del Mercato

- Si fonda sull'ipotesi che nessun operatore razionale potenziale acquirente riconoscerebbe al compendio aziendale un valore significativamente diverso dal prezzo corrente di mercato di attività simili, una volta considerata la manifesta debolezza contrattuale dell'azienda in stato di crisi o insolvente.

Metodo dei risultati attesi

- Questa metodica implica l'ipotesi che nessun operatore razionale riconoscerebbe ad un'attività un valore significativamente diverso da quello recuperabile attraverso l'uso dell'attività stessa, una volta considerata l'oggettiva maggiore incertezza di scenario ed i rischi specifici che caratterizzano i contesti di crisi.

Metodo del costo

- Si basa sul costo da sostenere per sostituire o rimpiazzare l'attività con un' altra in grado di garantire un' utilità equivalente; questa metodologia si basa sul principio della sostituzione che definisce il valore massimo di un bene come costo necessario per disporre di uno con utilità equivalente a quella in esame .
- Il processo di valutazione presuppone la stima del costo a nuovo, la stima del deterioramento o deprezzamento legato alla vita utile del bene dove l'obsolescenza , oltre ad essere fisica può essere di natura funzionale quando ad esempio la perdita di valore è connessa all' evoluzione tecnologica od economica, quando ci troviamo in presenza di « prodotti maturi »

Le principali metodiche di valutazione

- Nel contesto della valutazione d'azienda in generale, ed in quello della CNC in particolare, la metodica di mercato e quella dei risultati attesi sono quelle di più generale applicazione.

Metodologie nella prassi italiana

- a) le valutazioni di tipo patrimoniale vengono generalmente impiegate per la stima del valore aziendale in ipotesi di crisi irreversibile o di cessione atomistica dei beni;
- b) le valutazioni di tipo reddituale o finanziario presuppongono invece necessariamente la continuità aziendale, attuale o quantomeno prospettica (anche per effetto del risanamento/rilancio).

Quali fattori influenzano la scelta del metodo di valutazione?

- Il valutatore deve essere consapevole dell'esigenza di formulare scelte motivate, coerenti con:
 - le caratteristiche dell'azienda, o del ramo aziendale considerato;
 - la configurazione di valore ricercata;
 - le finalità della stima;
 - la base informativa disponibile.

Quali fattori influenzano la scelta del metodo di valutazione?

- Vi sono fattori di natura intrinseca, e fattori di natura contingente: la concreta scelta del metodo di valutazione può dipendere, ad esempio, dalla quantità e qualità delle informazioni che compongono la base informativa ragionevolmente ottenibile in tempi e con costi compatibili con il risanamento.

I metodi di valutazione

- La scelta dei metodi patrimoniali presuppone la possibilità di disporre, nei tempi richiesti e con costi compatibili con la finalità dell'incarico, di una **stima attendibile del valore corrente dei beni che compongono il patrimonio aziendale**. Valutazione particolarmente complessa se nell'attivo sono presenti beni intangibili (**marchi**, brevetti, know-how, capitale umano, etc.).

I metodi di valutazione

- I metodi basati sui flussi presuppongono invece l'esistenza o la possibilità di formulare ragionevoli previsioni sui risultati attesi dell'azienda. È quindi impensabile poter valutare l'azienda con tale metodo, nel contesto della crisi aziendale conclamata, senza disporre di un serio ed attendibile piano di risanamento redatto secondo le migliori prassi professionali.

I metodi di valutazione

- E' importante nella valutazione non basarsi su valori astratti e solo potenziali ma, dall'altro lato, occorre – per non ledere gli interessi dei creditori e dell'imprenditore - evitare di sottostimare il valore dei beni aziendali.

La configurazione di valore

- Quanto alla configurazione di valore, la maggior parte delle stime farà riferimento al “valore intrinseco” dell’azienda nello stato in cui si trova, ossia «l’apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato dovrebbe esprimere, in funzione dei benefici economici offerti dall’attività medesima e dei relativi rischi», specie quando si tratta di determinare il presumibile valore di realizzo nella prospettiva dell’alternativa liquidatoria.

La configurazione di valore

- Difficile, ad esempio, ipotizzare la rilevanza immediata del “valore di mercato”, definito come «prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)».
- La condizione di crisi aziendale rende difficile ipotizzare una completa assenza di coazione a vendere, anche se indubbiamente uno dei fattori chiave di potenziale successo della composizione negoziata sarà proprio l’effettiva capacità dell’esperto di creare un contesto relazionale ed ambientale che consenta di avvicinarsi il più possibile a tale configurazione valore.

Il valore delle sinergie

- Il c.d. “valore delle sinergie”, invece, definito dai PIV come «il valore addizionale per uno specifico soggetto o per un partecipante al mercato che si genera dalla combinazione di più attività fra loro», può assumere rilievo nell’ambito delle trattative e delle valutazioni compiute dall’esperto. Tale valore è determinato prendendo in considerazione solo le c.d. “sinergie universali”, quindi potenzialmente sfruttabili da più soggetti.

Il valore delle sinergie

- In alcuni contesti di mercato, allora, un'azienda, seppure in crisi, potrebbe avere un valore sinergico significativo, ad esempio perché facilmente integrabile a valle o a monte nell'ambito di una filiera o catena del valore già esistenti, o perché produce beni e servizi complementari a quelli offerti da più imprese tra loro concorrenti sul medesimo mercato. L'esperto ne dovrà tener conto allorché sia chiamato a valutare le possibili soluzioni di risanamento attraverso la cessione a terzi del compendio aziendale.

Il valore delle sinergie

- Assai più difficile che possa essere preso in considerazione il c.d. “valore speciale” che si identifica quando la specifica azienda risulta più attrattiva per uno specifico soggetto piuttosto che per altri partecipanti al mercato, a causa di attributi fisici, geografici, economici o legali. La doverosa ricerca di soluzioni di vendita almeno potenzialmente competitiva ben difficilmente, infatti, potrà spingersi sino al punto da richiedere la valutazione nella prospettiva di un singolo, specifico potenziale acquirente.