

Operazioni straordinarie e criteri specifici di valutazione

di Gianluigi Boffelli

Acquisizione

L'acquisizione come strumento alternativo alla crescita interna

Quando un'impresa registra gap rilevanti fra le proprie performance e le performance obiettivo, la dimensione dei gap e la loro collocazione nel tempo offrono indicazioni su quanto il gap sia colmabile attraverso lo sviluppo interno o richieda il ricorso ad acquisizioni esterne. La scelta di "make or buy" trova risposta alla luce degli investimenti, dei tempi e dei rischi di insuccesso delle alternative.

L'opzione "interna" fa affidamento sulle capacità di crescita dell'azienda e si può realizzare attraverso varie modalità:

- sviluppo di nuovi prodotti;
- acquisizione di licenze di tecnologia;
- ricerca di nuovi canali distributivi;
- espansione su mercati nuovi;
- assemblaggio di servizi al prodotto;
- start up in nuovi campi.

Nel caso in cui lo sviluppo interno non sia possibile o conveniente, a causa soprattutto dei lunghi tempi necessari per reimpostare la formula imprenditoriale, si affronta la strada della crescita esterna.

Le motivazioni strategiche che spingono un'impresa verso l'acquisizione spesso sono da ricercarsi nelle differenze tra i futuri partner in termini di competenze o di know-how. Tali differenze sono correlate ad assetti organizzativi e a culture d'impresa, talvolta profondamente diverse. Si deve perciò ricercare un equilibrio fra complementarità strategica e compatibilità organizzativa.

La scelta di acquisire risulta conveniente se, a parità di ricavi, permette di ridurre i costi rispetto allo sviluppo interno, ossia se il prezzo da pagare per l'acquisizione è inferiore al totale delle risorse necessarie per lo sviluppo interno.

In sintesi lo scopo fondamentale dell'acquisizione è porre le basi del vantaggio strategico, acquisendo un business già esistente e integrandolo con la strategia dell'azienda.

In relazione all'obiettivo strategico le acquisizioni rientrano frequentemente nelle seguenti tipologie:

1) *Integrazione orizzontale*

Si effettua acquistando il controllo di società aventi lo stesso prodotto o mercato; è di norma la più sinergica alle competenze specifiche dell'azienda, come l'acquisizione di un concorrente. I principali vantaggi che ne derivano sono rappresentati dalle economie di scala nella distribuzione e nella produzione, nonché dai possibili aumenti di potere contrattuale con fornitori e clienti dovuti alla maggiore forza nel settore.

2) *Integrazione verticale*

L'azienda acquisitrice e quella da acquisire operano in settori caratterizzati da forti relazioni di interdipendenza, come l'acquisizione di un fornitore.

L'acquisizione equivale ad aggiungere skill funzionali con cambiamenti minimi nel prodotto/mercato.

3) *Correlazione di prodotto*

Trattasi di un tipo di acquisizione che permette di aggiungere nuovi prodotti con affini skill funzionali.

L'impresa acquisitrice e quella da acquisire sono correlate sotto il profilo dei processi produttivi e tecnologici.

L'azienda acquisitrice ha la possibilità di ampliare la propria gamma di prodotti, nonché di aumentare la propria presenza sul mercato.

I vantaggi derivano dallo sfruttamento delle economie di scopo e dalla condivisione di risorse comuni.

Questi casi sono peculiari della posizione dell'acquirente e influenzano la stima del prezzo che l'acquirente è disposto a pagare per l'acquisizione.

Prezzo di acquisto e valore di mercato

In considerazione della posizione dell'acquirente il prezzo che si rileva per l'acquisto è spesso maggiore rispetto al valore economico del capitale.

La contrapposizione tra valore e prezzo, tipica della letteratura economico-aziendale, ci richiama ad un'attenta riflessione. Da un punto di vista logico non c'è dubbio che i due concetti siano nettamente diversi tra loro. Si è spesso sostenuto che oggetto di stima può essere considerato solo il valore (di capitale economico) e non altresì il prezzo, che risulta invece non razionalizzabile in quanto influenzato da fattori negoziali.

Tale ragionamento ha una sua logica in un mercato delle acquisizioni estremamente limitato dove i prezzi non consentono comparazioni, ma non in un mercato sviluppato.

Ci chiediamo allora come si formano i prezzi nel mercato delle acquisizioni.

Se ipotizziamo una situazione di equilibrio in un mercato concorrenziale, allora il valore di stima dell'azienda target risulta essere lo stesso per qualsiasi potenziale acquirente.

In tal caso si ha dunque che:

$$P=W$$

dove:

- 1) P è il prezzo negoziato;
- 2) W è il valore dell'azienda oggetto di acquisizione.

In realtà la situazione che abbiamo appena ipotizzato è teorica poiché difficilmente le imprese si trovano ad operare in situazione di concorrenza perfetta: in relazione alle caratteristiche proprie dell'azienda l'operazione di acquisizione risulta essere più o meno attraente.

Il prezzo d'acquisto deriva dalla valutazione dell'investimento ed è di fatto determinato dalla capacità di negoziazione delle parti.

Due diverse parti acquirenti potranno essere disposte a pagare un prezzo diverso per la stessa azienda.

L'acquirente tiene conto dell'impatto dell'acquisizione sui propri programmi futuri, nonché dell'effetto delle cosiddette sinergie attese quali, ad esempio, nuove linee di prodotto coerenti con i canali distributivi preesistenti.

In relazione agli obiettivi definisce la strategia più appropriata che dovrebbe permettere il conseguimento di quei vantaggi per i quali l'impresa giunge a pagare un sovrapprezzo rispetto al valore di mercato.

Questo spiega perché alcune acquisizioni vengono concluse con sovrapprezzi di importo consistente in funzione di previsioni future, talvolta irrealistiche.

I prezzi di acquisizione sono il risultato di valutazioni che possono derivare dall'applicazione del criterio di attualizzazione dei flussi di cassa futuri.

Se si applica il metodo finanziario nella valutazione, il prezzo massimo (W_a) che può essere riconosciuto alla parte venditrice è dato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi. Se si applica il metodo reddituale il prezzo è dato dal valore attuale dei flussi reddituali.

Per il venditore, il prezzo minimo (W_v), a parità di rischio, è dato dal vantaggio economico alternativo derivante da un impiego diverso delle risorse finanziarie.

In formule, si avrà:

$$W_a = W + S$$

con S pari alle sinergie conseguibili dall'acquirente.

La relazione fra W_a ed il prezzo effettivo è espressa come segue:

e cioè:

$$P < W_a$$
$$W_a > P > W_v$$

$$W_a > W_o + S > W_v$$

- dove: 1) W_a è il valore per l'acquirente;
2) W_o è il valore di stima obiettiva;
3) P è il prezzo;
4) S sta per sinergie;
5) W_v è il prezzo minimo per il venditore.

Il risultato di tali valutazioni può portare a valori molto diversi; fra questi valori si determinano i limiti razionali entro cui può esercitarsi la trattativa.

I valori indicati W_a e W_v che sintetizzano le posizioni dei due soggetti sono la base sulla quale poggia la strategia negoziale.

Quanto alla stima di W si osserva che essa è il risultato delle metodologie illustrate nei capitoli precedenti.

I premi di maggioranza

Nelle operazioni di acquisizione che comportano il trasferimento del controllo delle società oggetto di acquisizione viene riconosciuto il cosiddetto premio di maggioranza, dell'ordine del 30%.

Il problema si pone in caso di acquisizione di quote parziali del capitale di rischio. A seconda che tali quote consentano o meno di controllare l'azienda si hanno rispettivamente premi di maggioranza o sconti di minoranza. La maggiorazione dipende da due ordini di considerazioni:

- 1) se con l'acquisto di una quota inferiore al 100% (esempio 51%) si hanno i vantaggi del controllo della gestione è giustificato il premio, poiché si sostiene un costo di investimento minore rispetto a quello necessario per acquisire tutta la società. Ovviamente tale premio decresce con lo scostamento della quota acquisita rispetto alla percentuale necessaria al controllo;
- 2) la quota minoritaria residua potrà essere eventualmente (ma non con certezza) acquistata successivamente ad un prezzo scontato rispetto al valore proporzionale del capitale economico.

Dovendo perciò determinare il valore di una specifica quota (non totalitaria), il valutatore determina il valore complessivo dell'azienda e successivamente ottiene il valore della quota. Tale valore non è però semplicemente il corrispondente della percentuale di partecipazione applicata al valore complessivo dell'azienda. Si tratta infatti di valutare la rilevanza della quota.

La liquidazione volontaria

Caratteri introduttivi

Con la liquidazione cessa l'impresa, si realizzano le attività e si pagano i debiti con il danaro ricavato; l'eventuale residuo attivo della liquidazione verrà poi distribuito ai detentori del capitale di rischio.

La liquidazione volontaria, decisa dai soci, può essere ricondotta principalmente a due serie di motivazioni:

1 Motivazioni di natura soggettiva

Sono generalmente legate a situazioni particolari in cui si viene a trovare il soggetto economico, quali ad esempio: mancanza di motivazioni per l'imprenditore a continuare l'attività, incapacità degli eredi di continuare l'attività aziendale e simili.

2 Motivazioni contingenti

Queste sono legate a congiunture del mercato in cui l'impresa si trova ad operare e all'incapacità/impossibilità dell'imprenditore di superare uno stato di difficoltà che può essere originato da varie ragioni interne o esterne.

Nel momento stesso in cui l'azienda viene messa in liquidazione si procede alla nomina del liquidatore (o liquidatori).

I poteri dei liquidatori sono regolati dall'art. 2278, primo comma, c.c., salvo che l'assemblea non abbia disposto diversamente.

La norma statuisce: "I liquidatori possono compiere gli atti necessari per la liquidazione e, se i soci non hanno disposto diversamente, possono vendere anche in blocco i beni sociali e fare transazioni e compromessi".

Il liquidatore potrebbe anche conseguire i risultati propri della fase liquidatoria attraverso la cessione dell'azienda, ma ciò non costituisce una peculiarità della liquidazione, ma rientra in quella più ampia e generale della cessione. In questo caso i criteri di valutazione sono assimilabili a quelli trattati a proposito degli scorpori.

Il bilancio di liquidazione: iniziale, intermedio e finale

I problemi valutativi sono collegati agli adempimenti previsti dalla liquidazione. Il bilancio iniziale di liquidazione costituisce il documento contabile atto a rappresentare la "situazione di liquidazione". Il bilancio iniziale ha la funzione di indicare quale sarà l'esito finanziario della liquidazione.

Nelle liquidazioni i criteri di riferimento nelle valutazioni di poste attive del bilancio iniziale di liquidazione sono orientati al valore di presunto realizzo delle cessioni tendenzialmente separate.

Bisogna tener presente che il valore del capitale netto, nella fase liquidatoria, presenta differenze da quello emergente dal bilancio di esercizio poiché i criteri di valutazione adottati divergono. Non verranno così considerate: all'attivo quelle poste relative a beni che non sono in grado di rappresentare entrate in fase di realizzo e al passivo le poste contabili rettificative dei valori attivi come il fondo svalutazione crediti, il fondo oscillazione cambi, i fondi ammortamento ed in genere i fondi rischi. Altresì, a differenza del bilancio d'esercizio, nel bilancio di liquidazione appariranno quei valori non contabilizzati in bilancio come i segreti di fabbricazione, i brevetti, ecc. che in sede di liquidazione hanno un possibile valore di scambio.

Poiché generalmente la liquidazione ha durata pluriennale, al termine di ogni esercizio bisogna procedere alla redazione del bilancio intermedio avente la funzione di accertamento periodico della situazione del patrimonio sociale, nell'interesse dei soci, dei creditori sociali e dei terzi interessati.

Infine, al termine della procedura liquidatoria, i liquidatori provvedono a redigere il bilancio finale di liquidazione al quale, da un punto di vista civilistico, si applica, ove possibile, la medesima disciplina del bilancio d'esercizio.

A differenza che per il bilancio iniziale di liquidazione, il bilancio finale non presenta problemi valutativi.

All'attivo si avranno valori in cassa, depositi presso banche o poste e al passivo si avrà il capitale netto di liquidazione.

Infine, il capitale netto di liquidazione verrà ripartito tra i soci in proporzione delle rispettive quote di partecipazione.

Fusioni

Caratteristiche essenziali dell'operazione

Le fusioni sono state oggetto di studio da parte di diverse discipline economiche. L'approccio economico differisce dagli altri poiché considera la fusione alla stregua di un investimento esterno in alternativa allo sviluppo interno.

La crescita esterna provoca una diminuzione delle imprese operanti sul mercato, dando origine ad operazioni di concentrazione aziendale che costituiscono espressione di una crescita o di uno sviluppo dimensionale tendente a rafforzare la vitalità dell'impresa.

In tale ottica la fusione rappresenta un efficace strumento, sia per aumentare le dimensioni aziendali attraverso l'acquisizione di imprese già operanti sul mercato, sia per raggiungere condizioni di economicità.

Secondo l'economia industriale la concentrazione riguarda i processi di crescita delle imprese in relazione a strategie di integrazione sia orizzontali che verticali, atte a rafforzare la posizione competitiva dell'impresa in un determinato settore, nonché ad accrescerne la relativa quota di mercato.

Sul piano giuridico, in base alla legge 10-10-1990, n. 287, nota anche come "Legge antitrust", la fusione rientra tra le operazioni di concentrazione.

In relazione agli effetti che si producono sulle società, le fusioni si distinguono in:

- *fusione per unione o propria*: tutte le società partecipanti alla fusione si estinguono, perdendo la propria personalità giuridico-economica e venendo a costituire un nuovo organismo societario. Le azioni possedute dai soci delle società fuse vengono sostituite da azioni emesse dalla nuova società in base al cosiddetto rapporto di cambio;
- *fusione per incorporazione o impropria*: giuridicamente non si viene a creare una nuova entità. Le società incorporate si estinguono e contemporaneamente vengono assorbite dalla società incorporante che continua a sussistere.

Per quanto riguarda la natura giuridica dell'operazione di fusione, diverse sono le teorie giuridiche che si sono sviluppate e accreditate nel tempo.

La III direttiva CEE del 9-10-1978, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 16-1-1991, n. 22, considera la fusione come "l'operazione con la quale una o più società, tramite uno scioglimento senza liquidazione, trasferiscono ad un'altra l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione, agli azionisti delle società incorporate o fuse, di azioni della incorporante, ossia della nuova società".

La fusione può essere vista come una soluzione strutturale efficiente che permette di operare nell'attuale mercato e nell'ormai prossimo mercato unico europeo che comporterà non solo un aumento dimensionale delle imprese già esistenti, ma, anche e soprattutto, una nuova dimensione internazionale.

Che cosa spinge le imprese a ricorrere allo strumento della fusione

Vedremo più avanti che per alcune finalità valutative è necessario considerare il contesto nel quale opereranno le aziende che concorrono alla fusione e perciò gli obiettivi ai quali le fusioni rispondono.

La fusione ha assunto in tempi recenti una rilevanza del tutto particolare. Ciò è dovuto alla presenza congiunta di forze diverse che spingono verso lo sviluppo dimensionale.

Alle difficoltà proprie di un processo di fusione si sono sommati, in tempi recenti, gli effetti di accadimenti di notevole portata. La crescente complessità e la rapida evoluzione delle strutture economico-sociali di molti Paesi, l'omogeneizzazione dei modelli di vita, l'unificazione del mercato europeo, l'aumento delle pressioni competitive, tutto ciò richiama sempre più l'attenzione da parte delle nostre aziende al tema della fusione.

A questo punto è lecito domandarsi se la fusione rappresenti o meno una necessità. La tesi di fondo è che l'operazione di fusione in molti casi non costituisce una necessità bensì una delle possibili alternative strategiche, perseguibile con successo. Tuttavia, affinché tale processo sia realizzato con successo è necessario che si segua un disegno strategico consapevole. *Condicio sine qua non* perché un'impresa possa conseguire un successo difendibile sui mercati nei quali opera è che essa posseda dei vantaggi competitivi. Infatti chi innesca un processo di fusione viene a perdere i vantaggi derivanti da un'approfondita conoscenza del mercato, si trova a confrontarsi con concorrenti che possono agire in base a logiche competitive di più difficile interpretazione, può avere difficoltà di comunicazione.

La complessità ambientale e l'intensità che la concorrenza ha assunto e continua ad assumere in ogni settore non consentono di improvvisare; richiedono che chi dirige l'azienda lungo il cammino della fusione sia in grado di rispondere ad alcune domande-chiave sul perché e come fondersi.

L'analisi della dinamica delle variabili interne ed esterne all'azienda rappresenta, talvolta, il punto di partenza per la comprensione del modo in cui un'azienda può porsi o si pone rispetto ai suoi interlocutori.

Cosa spinge un'impresa a ricorrere allo strumento della fusione?

Cercare di descrivere e spiegare ciò che molto spesso scaturisce da un processo di elaborazione strategico, per lo più frutto dell'intuito imprenditoriale del singolo, non è agevole; tuttavia, provando a rendere palese come tale scelta il più delle volte si evolva, cerchiamo di elencare quali possono essere i principali stimoli alle operazioni di fusione.

L'attività di fusione ha inizio, per molte imprese, quale risposta a delle opportunità che ritengono interessante cogliere, senza che vi sia stata a monte alcuna attività di programmazione o pianificazione.

In termini generali, si può affermare che una delle principali ragioni che spinge le imprese a partecipare ad operazioni di fusione deriva dalla brevità con cui si realizza l'espansione dimensionale, specie se confrontata con l'ipotesi di sviluppo interno legato all'avviamento di una nuova azienda.

Più in dettaglio, i fattori che inducono alla fusione possono essere ricercati in particolari "esigenze commerciali" legate a complementarità produttive, nel perseguimento di sinergie e di risorse di varia natura non generabili autonomamente.

Un criterio di classificazione delle motivazioni è quello della *provenienza* che distingue le motivazioni interne all'azienda da quelle esterne. Tra le motivazioni interne ricordiamo:

- raggiungere maggiori dimensioni al fine di partecipare ad appalti e commesse a livello internazionale;
- ampliare la compagine sociale;
- la possibilità di ridurre la concorrenza nel settore nel quale operano;
- assicurare la continuità più duratura rispetto a quella prevedibile per la singola azienda;
- acquisire le capacità produttive di un'altra azienda che in caso contrario sarebbe destinata alla liquidazione e quindi all'estinzione.

Appartengono invece alla classe delle motivazioni esterne le agevolazioni fiscali, offerte dal potere politico al fine di favorire le fusioni aziendali e di creare organismi maggiormente competitivi a livello internazionale, e le agevolazioni creditizie.

La strategia di fusione prescelta può essere valutata più o meno corretta alla luce degli obiettivi che l'azienda si pone. Una volta individuati tali obiettivi è opportuno procedere ad un'attenta valutazione dei punti di forza e di debolezza non solo dell'azienda trainante ma anche dei potenziali candidati alla fusione.

Esistono imprese che imboccano il cammino della fusione per effetto di comportamenti reattivi, cioè orientati alla copertura di rischi che si sono presentati. Tra queste motivazioni rientrano la ricerca di nuovi sbocchi, in quanto il mercato interno risulta limitato, la ricerca di una soluzione al problema della stagionalità.

Ad un comportamento proattivo da parte delle aziende corrispondono le cosiddette motivazioni positive. Tra queste rientrano lo sfruttamento di risorse e competenze facenti parte delle aziende, lo sfruttamento di economie di scala, l'aumento dei risultati reddituali (e del valore delle aziende) attraverso le sinergie derivanti dall'integrazione di due combinazioni produttive.

Le aziende che decidono di intraprendere operazioni di fusione spinte da tali motivazioni presentano maggiori probabilità di successo perché partono da una situazione di forza. Il problema critico per queste ultime, dunque, è rappresentato dalla messa a punto di un'efficace strategia di fusione, dalla scelta di società che, presentando caratteristiche simili alle proprie, permettono loro di sfruttare al meglio le competenze, i prodotti e le tecnologie già disponibili.

Infine, vi sono aziende che trovano lo stimolo nella volontà di controllare/ostacolare la concorrenza o di essere in contatto con i centri nei quali si sviluppano le innovazioni.

In conclusione, per le società che intendono avviarsi a operazioni di fusione è necessario procedere ad un'attenta analisi delle motivazioni che le spingono in questa direzione, tenendo conto degli aspetti critici associati a ciascuna di queste.

La valutazione delle operazioni di fusione

Ribadiamo il concetto illustrato nel primo capitolo che nelle operazioni di fusione si procede alla valutazione del capitale economico delle società che intervengono nella fusione stessa.

Astraendosi dalle caratteristiche proprie dei soggetti attori dell'operazione, la valutazione del capitale economico deve riguardare essenzialmente l'azienda in sé e il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, prescindendo dagli elementi di stima soggettivi delle parti interessate, nonché dalla loro forza contrattuale.

Nella scelta del metodo di valutazione da adottare ci si trova a dover optare tra vari metodi proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale, trattati in precedenza.

Essi trovano un elemento unificatore nel principio generale secondo cui il valore dell'azienda è sempre funzione del suo previsto andamento finanziario ed economico futuro.

Altro denominatore comune dei diversi metodi possibili è l'esistenza congiunta di alcune caratteristiche essenziali, vale a dire:

1. *razionalità*: il valore finale deve essere ottenuto grazie all'applicazione di uno schema chiaro, logico e condivisibile;
2. *obiettività*: i valori su cui poggia la valutazione devono essere il più possibile oggettivi;
3. *generalità*: i metodi utilizzati devono prescindere da situazioni contingenti, in modo tale da poter essere applicati in qualsivoglia circostanza.

Oggetto principale dell'operazione di fusione è la valutazione delle aziende che si fondono, nonché la determinazione della quantità e della configurazione delle azioni che verranno cedute in cambio di quelle che dovranno essere ritirate ed annullate.

All'interno di tale processo valutativo riveste un ruolo di primaria importanza la determinazione del rapporto di cambio, vale a dire la determinazione del rapporto di valore tra le azioni delle società che promuovono l'operazione, nel caso di fusione per incorporazione, e la determinazione del rapporto tra le azioni di tali società e le azioni della società che nasce, nel caso di fusione pura.

Pertanto dovendo determinare il rapporto esistente tra le azioni di A e le azioni di B è necessaria una duplice valutazione del capitale economico.

Rispetto all'operatività post-fusione delle aziende da valutare, è opportuno precisare che si possono verificare le due seguenti situazioni:

1. Le aziende conservano la propria autonomia gestionale

Ogni singola azienda viene considerata come un'entità autonoma e valutata prescindendo dal diverso concorso della medesima alla futura combinazione economica. Si ragiona in termini di utili futuri di A e di B nel contesto risultante dalla fusione.

2. Le aziende perdono la loro autonomia

In tal caso la valutazione del capitale delle aziende è orientata alla determinazione del concorso delle stesse alla formazione dei futuri risultati economici del soggetto risultante.

Al diminuire del grado di autonomia economica che ciascuna azienda conserva aumentano le difficoltà di valutazione dei singoli contributi, rendendo più complesso il processo di analisi.

Data la complessità, spesso si assume l'ipotesi semplificatrice che le aziende si mantengano autonome.

A questo punto viene da sé la distinzione tra concambio teorico o puro e concambio effettivo che andiamo ad analizzare.

Concambio teorico, concambio effettivo e concambio complesso

Il criterio di valutazione ed il suo risultato dipendono dalle finalità perseguite. Se la valutazione ha lo scopo di orientare il processo negoziale si tiene conto della posizione negoziale dei soggetti e della loro forza contrattuale.

Se la valutazione ha lo scopo di determinare un valore congruo, si ragiona in termini di capitale economico e si perviene alla stima del concambio teorico.

Il concambio teorico si basa sulla valutazione dei capitali economici delle aziende oggetto di fusione, prescindendo dagli obiettivi specifici dell'operazione.

Viceversa, il concambio effettivo risente delle influenze delle condizioni di contrattazione e perciò del mercato in generale.

Da quanto detto risulta evidente che il ricorso al concambio teorico piuttosto che a quello effettivo deriva dal contesto in cui avviene l'operazione.

Problemi peculiari nella scelta del rapporto di concambio si riscontrano in presenza di società quotate sul mercato borsistico.

In tal caso, sia la dottrina che la pratica hanno, da tempo, convenuto che nel processo valutativo non ci si può astrarre da quelli che sono i prezzi di mercato che, al pari dei valori derivanti dai capitali economici, costituiscono un'informazione della quale si deve tener conto.

In altre parole si tratta di considerare congiuntamente sia il concambio teorico sia il concambio effettivo, giungendo alla determinazione del cosiddetto concambio complesso dato dalla sintesi della stima fondata sul capitale economico con quella dedotta dal mercato; ciò specialmente in presenza di sensibili differenze tra i risultati ottenuti.

La relazione di stima per la determinazione dei rapporti di cambio fra le azioni delle società incorporate o da fondere, destinate all'annullamento, e le azioni della società incorporante o risultante dalla fusione che verranno appositamente emesse in sostituzione esplicita i criteri ed i procedimenti seguiti per ottenere i rapporti.

Il rapporto di cambio scaturisce dal confronto fra il valore unitario delle azioni delle società interessate alla fusione.

Nel caso di fusione da realizzarsi mediante incorporazione di una società in un'altra, il rapporto di cambio indica appunto il rapporto fra il numero delle azioni della società incorporanda destinate all'annullamento e il numero delle azioni di nuova emissione da assegnare ai soci della incorporanda.

Il rapporto di cambio riflette i reciproci pesi delle società coinvolte nella operazione di fusione.

Perciò per giungere alla determinazione del rapporto di cambio è necessario valutare le singole società interessate alla fusione. Le conseguenti valutazioni sono finalizzate all'obiettivo specifico della stima e perciò non coincidono necessariamente con altri tipi di valutazioni.

I valori unitari ricercati dei titoli delle società partecipanti alla fusione si riferiscono ai titoli in circolazione per ciascuna società, che possono appartenere a diverse categorie e avere diverse date di godimento.

Se non ci sono differenze rilevanti nei diritti incorporati o nelle date di godimento, il valore unitario di un titolo è dato dal rapporto tra il valore complessivo e il numero dei titoli, altrimenti si devono stimare più valori da rapportare ciascuno al rispettivo numero di azioni.

Il principio dal quale non si può prescindere nella stima riguarda la omogeneità dei criteri di valutazione da applicare alle società coinvolte dalla fusione.

Però, quanto ai principali metodi valutativi, se le società appartengono a settori merceologici diversi, si ricorre a metodi idonei a configurare il valore economico del capitale: così si privilegia il metodo patrimoniale per le società finanziarie o fondiarie, il reddituale per le società commerciali e di servizi, il misto per le società industriali, con le attenzioni di cui abbiamo parlato negli appositi paragrafi.

In presenza di diverse categorie di titoli, per determinare il valore unitario dei medesimi si ricorre alla ricerca del rapporto di proporzionalità delle categorie considerate rispetto al valore complessivo del capitale. Per i titoli quotati si assume che la proporzione dei prezzi dei titoli appartenenti a diverse categorie rifletta la proporzione dei valori. Partendo da questa premessa si ricava ad esempio il rapporto di proporzionalità fra azioni ordinarie e privilegiate, rilevando i dati delle quotazioni per un periodo di tempo significativo rispetto alla data di riferimento della valutazione. Il valore delle singole categorie di titoli, noto il rapporto di proporzionalità, deriva dalla soluzione del seguente sistema a due incognite:

$$V_A/V_B = r$$

$$W = nV_A + mV_B$$

- dove: 1) V_A e V_B sono i valori unitari dei titoli appartenenti alle categorie A e B;
2) r è il rapporto di proporzionalità;
3) n ed m sono il numero dei titoli, rispettivamente, delle categorie A e B;
4) W è il valore complessivo dell'azienda emittente dei titoli A e B.

Se i titoli hanno godimento differente, si verifica l'effettiva incidenza del diverso godimento, quanto a rilevanza quantitativa del numero dei titoli e del dividendo, tenuto conto della politica dei dividendi e dell'apprezzamento del mercato.

Analogamente per i titoli convertibili (azioni, obbligazioni) si valuta l'opportunità di assimilarli ad azioni od obbligazioni (come se fossero già convertiti), tenuto conto anche della convenienza a convertire.

Il rapporto (o i rapporti) di cambio è dato dal rapporto fra i valori unitari effettivi dei titoli. Nel caso di fusione pura i valori unitari delle singole società da fondere devono essere preliminarmente aumentati o diminuiti in relazione alla corrispondenza o meno del valore effettivo dei loro capitali con il capitale di nuova emissione.

Scissione e rapporto di cambio

La scissione è operazione simmetrica alla fusione. Con la scissione una società trasferisce il suo patrimonio a una o più società già esistenti o di nuova costituzione, oppure trasferisce parte del suo patrimonio a una o più società (scissione parziale), e le corrispondenti azioni o quote sono assegnate ai soci della società che effettua la scissione.

Anche per la scissione è rilevante l'interesse per il rapporto di cambio che deve essere giustificato dagli amministratori e verificato dagli esperti.

Ma non è necessaria la relazione degli esperti quando la scissione avviene mediante la costituzione di una o più nuove società e l'attribuzione delle azioni è fatta in proporzione alle partecipazioni nella scissa e quando la beneficiaria già esistente sia posseduta dagli stessi soci e nelle medesime proporzioni. Nel caso di nuove società e mantenimento dei rapporti proporzionali il criterio valutativo per il rapporto di cambio non è il capitale economico ma il valore contabile del patrimonio netto, in mancanza di pregiudizio per i soci.

L'avanzo e il disavanzo di fusione

Con il termine "differenza di fusione" si fa riferimento a valori di bilancio aventi diversa natura.

Tali differenze possono manifestarsi in un avanzo o disavanzo che l'incorporante o la società risultante dalla fusione, per effetto della fusione, registra nel suo patrimonio.

◆ *L'avanzo di fusione*

L'avanzo designa la differenza positiva tra il patrimonio netto contabile delle società incorporate o fuse e:

- il valore della partecipazione dell'incorporante nelle società incorporate;
- il valore nominale delle azioni o quote attribuite in concambio ai soci.

Ossia il patrimonio netto è maggiore del valore della partecipazione o delle azioni di concambio.

Il meccanismo della fusione porta all'estinzione dei soggetti fusi o incorporati e perciò all'annullamento delle relative azioni.

Nel caso in cui la società incorporante detenga una partecipazione nella società incorporata, bisogna distinguere i due seguenti casi:

1. l'incorporante detiene l'intera partecipazione;
2. l'incorporante detiene una partecipazione non totalitaria.

Nel primo caso non si procede alla determinazione del rapporto di concambio. Nel bilancio della società risultante dalla fusione la partecipazione viene annullata e sostituita con l'attivo e il passivo della società incorporata. Ora, se il valore della partecipazione è inferiore rispetto al patrimonio netto contabile dell'incorporata si origina un avanzo.

Nel secondo caso, l'incorporante, oltre a sostituire la partecipazione come sopra, in ragione della quota posseduta, sulla parte dell'incorporata non detenuta, determina il rapporto di concambio, generalmente aumentando in corrispondenza il suo capitale. La differenza tra detto aumento e il valore delle azioni dell'incorporata costituisce avanzo di fusione se il capitale viene aumentato di un importo inferiore rispetto al valore delle azioni dell'incorporata.

◆ *Disavanzo di fusione*

Con il termine disavanzo di fusione si fa riferimento alla differenza negativa tra il patrimonio netto delle società fuse o incorporate e il valore delle azioni emesse o il costo della partecipazione detenuta dalla società incorporante nell'incorporata.

Anche il disavanzo di fusione si distingue in disavanzo da annullamento e in disavanzo da concambio.

Si ha disavanzo da annullamento quando, a seguito di fusione, l'incorporante annulla le proprie partecipazioni nell'incorporata.

Si parla di disavanzo da concambio quando si emettono azioni che sostituiscono quelle detenute dai soci delle società fuse o incorporate. In sostanza, la differenza emerge dal rapporto di cambio che viene determinato sulla base dei capitali economici delle società interessate alla fusione.

Il disavanzo può essere imputato a cura degli amministratori ad aumento del valore dei singoli beni o alla voce avviamento. Ciò può farsi se il valore dei singoli beni o dell'avviamento consente margini adeguati per accogliere la differenza.

È utile per gli amministratori che la relazione di stima contenga le relative valutazioni analitiche, che possono peraltro essere presenti soltanto quando si adotti il metodo misto (patrimoniale/reddituale).

Anche nelle operazioni di scissione può emergere l'avanzo oppure il disavanzo da annullamento o da concambio.

Procedure concorsuali

Illustriamo nei paragrafi seguenti gli aspetti principali delle problematiche valutative in materia di procedure concorsuali, ma premettiamo alcuni cenni sulla riforma avviata nel 2005, attuata nel 2006 e integrata nel 2007, utili per comprendere i risvolti sui processi valutativi.

I riferimenti normativi sono la legge n. 80 del 14 maggio 2005, di conversione del d.l. n. 35 del 14 marzo 2005, che ha delegato all'esecutivo l'attuazione della riforma organica della disciplina risalente al regio decreto n. 267 del 1942; in attuazione della delega è stato emanato il decreto legislativo n. 5 del 9 gennaio 2006, al quale è seguito il decreto legislativo n. 169 del 12 settembre 2007, correttivo e integrativo del precedente, entrato in vigore il 1° gennaio 2008.

Il correttivo intende superare le criticità della riforma 2006, tra le quali l'eccessivo ampliamento dei casi di esclusione dalle procedure.

La riforma apporta notevoli innovazioni agli istituti del concordato e del fallimento e ha nel contempo abrogato la procedura di amministrazione controllata.

Il significato generale della riforma sta nel favorire il risanamento e il superamento delle crisi attraverso una gestione imprenditoriale e l'ampliamento dei ruoli privatistici esercitati dagli organi della procedura.

Infine con il “Decreto Sviluppo” (d.lgs. n. 83 del 22 giugno 2012, convertito nella legge n. 134 del 7 agosto 2012) sono state introdotte due importanti integrazioni dell’istituto:

- il concordato con riserva (in bianco) ex art. 161, comma 6 della legge fallimentare che consente di depositare la richiesta di concordato, rimandando, entro i termini assegnati dal tribunale, il deposito del piano o in alternativa proponendo, negli stessi termini, un accordo di ristrutturazione dei debiti ai sensi e per gli effetti dell’art.182 bis, primo comma;
- il concordato in continuità aziendale, regolamentata dall’art. 186 bis l.f., nel quale rientrano sia il caso di continuità diretta dell’imprenditore sia il caso di continuità indiretta del terzo cessionario o conferitario, che intende recuperare l’equilibrio aziendale preesistente all’insorgere della crisi.

È opportuno precisare che i piani di riequilibrio dell’impresa in condizioni di difficoltà, attestati da un professionista indipendente in ordine alla veridicità dei dati e alla fattibilità del piano, sono modalità atte a prevenire oppure a risolvere una crisi reversibile. Le analisi necessarie si differenziano a seconda della natura delle difficoltà e della gravità della crisi, degli strumenti legali utilizzati e di conseguenza dello scopo del piano.

Il *piano di risanamento*, previsto dall’art. 67, comma 3, lett. d) della legge fallimentare in tema di non soggezione alla revocatoria di atti, pagamenti e garanzie posti in essere in esecuzione di un piano che assicuri il riequilibrio della situazione finanziaria, rappresenta una forma “privata” (non concorsuale) di soluzione o prevenzione della crisi, basata sul consenso di pochi creditori forti, di solito i creditori finanziari e finalizzato appunto al riequilibrio della situazione finanziaria.

Premessa al piano di risanamento è l’analisi critica del piano industriale e della convenzione di risanamento.

La *ristrutturazione dei debiti* ex art. 182 bis l.f. pone l’accento sul pagamento dei debiti da parte dell’imprenditore (soggetto fallibile), mediante un accordo con i creditori rappresentanti almeno il 60% dei crediti sulla base di un piano idoneo ad attuare l’accordo e assicurare il regolare pagamento dei creditori estranei all’accordo stesso. I flussi di cassa annuali a servizio del debito andranno innanzitutto allocati ai creditori che non hanno aderito all’accordo, affinché siano completamente soddisfatti entro la durata del piano.

Si tratta di formulare un piano avente durata idonea a prospettare, oltre il rimborso dei creditori estranei, il rimborso nella misura concordata per il periodo dei debiti ristrutturati e la capacità di soddisfare i fornitori nel proseguimento della gestione. Alla base di entrambi i piani c’è una prospettiva di continuità aziendale e di conseguenza la sostenibilità economica e finanziaria del debito, documentata dai flussi e dagli indici di performance prospettica.

Nel caso di *concordato in continuità aziendale* ex art. 186 bis è prescritta “una analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione dell’attività di impresa prevista dal piano di concordato, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura”.

Ai fini del presente lavoro illustriamo quali informazioni sui valori economici e patrimoniali sono richieste dalle procedure ed i criteri valutativi da adottare.

Le valutazioni nel concordato preventivo e nei piani di risanamento

Il *concordato preventivo* è ammissibile all'imprenditore commerciale che si trovi in *stato di crisi*, reversibile o non reversibile (mentre si configura come crisi irreversibile lo stato di insolvenza richiesto per il fallimento). Si è introdotta la più ampia libertà di forma nei meccanismi del concordato preventivo, prima ristretta alle due forme di concordato con cessione dei beni e concordato garantito, dando rilevanza precipua al regolamento comunque attuato dell'esposizione debitoria.

Infatti il concordato preventivo può assumere varie forme: con cessione di beni, garantito, misto, su progetto industriale di risanamento, anche con parziale cessione dei beni o altro. Le finalità, esplicitate nel piano, possono essere liquidatorie (tipiche del concordato preventivo con cessione dei beni) o di ripresa.

L'art. 161 riformulato richiede una articolata documentazione da allegare alla domanda di concordato, che si traduce:

- nel bilancio, accompagnato da specifica relazione;
- nello stato analitico ed estimativo delle attività, elenco dei creditori;
- nella relazione del professionista che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano sul quale poggia la domanda.

Su questi punti sono necessarie alcune precisazioni. Il bilancio

Il bilancio deve rispondere alle esigenze degli organi della procedura e pertanto a principi di redazione rispondenti alla natura "straordinaria" della stessa. Si tratta perciò di bilanci straordinari, ma date le varie forme possibili di concordato occorre applicare criteri idonei alle finalità preseguite.

Se il concordato ha finalità liquidatorie il *bilancio straordinario a valori correnti* è idoneo per il controllo e la gestione della procedura; si richiede inoltre che la *situazione patrimoniale* sia redatta con l'applicazione dei principi generali e dei criteri civilistici di valutazione del codice civile e quindi la situazione che assolve alle richieste dell'art. 161 è costituita da due colonne, una a valori contabili, l'altra a valori correnti. Il conto economico segue il principio di competenza.

Se invece il concordato ha finalità di risanamento-ripresa dell'impresa è idoneo il *bilancio infrannuale* redatto con i principi ordinari di redazione e di valutazione, riflettente i valori di impresa in funzionamento. Non pare indispensabile applicare la struttura ordinaria del bilancio di esercizio prevista dagli artt. 2424 e 2425 per stato patrimoniale e conto economico.

I bilanci straordinari hanno di regola finalità diverse da quelle del bilancio d'esercizio che tende alla determinazione del reddito.

Il bilancio straordinario è finalizzato alla determinazione della consistenza del patrimonio in un particolare momento della vita dell'impresa.

La legge non detta, come per il bilancio di esercizio, norme e criteri per la formulazione del bilancio straordinario.

I criteri di valutazione opportuni sono conseguenti alla finalità per la quale viene redatta la situazione patrimoniale straordinaria.

Poiché la procedura di concordato preventivo non interrompe l'attività dell'impresa (se non in presenza di liquidazione volontaria) le valutazioni di funzionamento rispondono a evidenti ragioni di controllo e di apprezzamento della gestione.

Lo stato analitico ed estimativo delle attività, elenco dei creditori

Riguardano prospetti di dettaglio a supporto del bilancio, con l'indicazione essenziale dei valori correnti delle attività, l'elenco dettagliato dei creditori con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione, l'elenco dei creditori particolari dei soci illimitatamente responsabili con l'indicazione dei beni riconducibili a tali soggetti, l'elenco dei titolari di diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore.

Si tratta di informazioni essenziali per vari aspetti della procedura, dai quali il valutatore del capitale economico può trarre elementi utili per una stima complessiva.

La relazione del professionista

Per l'ammissione alla procedura di concordato preventivo la domanda deve essere supportata da un professionista, avente i requisiti previsti dall'art. 28 della legge fallimentare, che attesti la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano.

Il professionista dovrà dunque certificare la correttezza del bilancio, che ha natura diversa a seconda della forma di concordato: bilancio ordinario infrannuale o bilancio straordinario. Nel primo il controllo riguarda la corrispondenza con le scritture contabili e la corretta applicazione dei principi contabili; nel secondo si dovrà verificare la correttezza e la sostenibilità dei criteri di valutazione improntati al realizzo delle attività e all'estinzione delle passività.

Con riguardo alla fattibilità del piano, il professionista dovrà produrre anche per questo incarico attestazioni di natura diversa a seconda che il concordato abbia finalità liquidatorie o di recupero.

Nel caso "recupero" si tratta di analizzare il piano industriale e giudicarlo in merito alla realizzabilità, con approfondimenti sulla possibilità di raggiungere gli obiettivi economici e finanziari, tali da consentire il rientro dai debiti.

Va osservato che l'attestazione comporta la responsabilità connessa al diligente adempimento del mandato, soggetta ai poteri di controllo e istruttori della procedura.

◆ *Le valutazioni nel concordato preventivo con cessione dei beni*

In ipotesi di concordato con cessione dei beni il problema valutativo assumeva, anche ante riforma, un'importanza determinante, poiché l'art. 160, seconda parte, n. 2, l.f., subordinava l'ammissibilità della procedura all'accertamento che i beni potessero "fondatamente" ritenersi sufficienti per soddisfare i creditori nelle misure previste.

La norma non indicava criteri cui fare riferimento, a motivo della varietà di situazioni che possono presentarsi e delle incertezze insite nella fase di liquidazione, fermi restando i principi di prudenza intesi ad evitare sorprese per gli organi della procedura e per i creditori.

Con la nuova formulazione l'ammissibilità dell'operazione non è condizionata dal raggiungimento di un limite minimo di soddisfazione dei creditori ma si basa esclusivamente sul previo accordo delle parti e prevede varie forme di regolamento, fra le quali appunto la cessione di tutti i beni, oltre al trattamento differenziato delle classi di creditori, in deroga al principio della par condicio creditorum e della soddisfazione integrale dei privilegiati.

Ma rimane l'esigenza che il piano presentato all'approvazione sia realistico. Frequentemente il concordato si conclude mediante la vendita frazionata dei singoli cespiti e ciò porterebbe ad escludere una valutazione unitaria dell'impresa.

Ma non mancano casi in cui il concordato consente all'impresa di rimanere in vita, seppure attraverso la cessione globale dell'azienda.

Nel concordato preventivo con cessione dei beni si possono perciò formulare sia l'ipotesi di realizzo globale che l'ipotesi di realizzo frazionato e pertanto l'applicazione di due criteri di valutazione delle attività patrimoniali: quella d'impresa in funzionamento e quella di liquidazione per stralcio.

Nel primo caso la valutazione dell'impresa, normalmente funzionante, rientra nella categoria della *valutazione del capitale economico*, inteso appunto come valore economico attribuibile al capitale proprio.

La determinazione del valore è legata oltre che alla capacità di produrre reddito, anche ad altri elementi specifici dell'azienda.

L'assenza di prospettive di reddito non comporta necessariamente l'applicazione dei criteri di liquidazione per stralcio, senza quantificazione di un valore di avviamento.

Quando all'origine di precedenti risultati negativi pesano circostanze eccezionali o comunque transitorie e le cause di inefficienza possono essere ragionevolmente rimosse si possono applicare i consueti criteri valutativi.

Occorre però accertare se per l'impresa assoggettata o assoggettabile al concordato con cessione dei beni esistano buone prospettive di vendita in blocco. Intanto si devono individuare le cause della crisi e poi verificare se esistono le condizioni per suscitare l'interesse per una eventuale acquisizione.

Si tratta di individuare pregi che la rendono appetibile, come know-how tecnologico, organizzazione commerciale, attitudine ad integrarsi in realtà diverse e altre skill.

L'analisi dei fattori di ripresa e conversione deve essere accompagnata dalle analisi delle poste patrimoniali per accertarne la reale entità. La prospettiva del realizzo globale incide sulle valutazioni analitiche degli elementi patrimoniali. Così le giacenze di magazzino non si valutano al presumibile prezzo di realizzo, ma in relazione all'effettiva utilità produttiva.

Bisogna perciò accertare la possibilità di trasformare le materie prime o ultimare i semilavorati e di valutarle al costo corrente.

Le immobilizzazioni materiali si valutano con riferimento allo loro effettiva capacità a contribuire alla prosecuzione dell'attività.

L'eventuale avviamento può essere scomposto nei suoi elementi costitutivi per escludere, se occorre, quelli relativi ai rapporti dell'azienda con il mondo esterno quali la clientela, l'immagine, l'ubicazione delle unità produttive e attribuire prudenti valori alle componenti interne all'azienda che maggiormente influiscono sul buon andamento gestionale (i brevetti, le licenze, i procedimenti di produzione).

In presenza invece di un'azienda che ha perso ogni capacità di costituire un'entità economica coordinata e autonoma, ci si deve necessariamente orientare alla valutazione di *liquidazione per stralcio*; in tale ipotesi la cessione dei beni determina la disintegrazione dell'impresa e del suo patrimonio.

Si osserva che nell'ambito del concordato preventivo i realizzi si effettuano con metodologie, forme e strumenti più snelli rispetto a quelli fallimentari, con migliori e maggiori possibilità di vedere valorizzati i beni oggetto di vendita, anche se a volte con impieghi di tempi più lunghi rispetto a quelli verificabili nel fallimento.

In realtà si può riscontrare la coesistenza nella stessa fattispecie delle due possibilità di realizzo: dell'azienda in blocco o di singoli beni.

Si deve provvedere a formulare entrambi i valori di realizzo mettendoli a confronto anche sul piano delle modalità di pagamento, dei tempi e delle garanzie offerte in modo da fornire agli organi della procedura ed ai creditori tutti gli elementi di valutazione non escluso quello del confronto con un'eventuale dichiarazione di fallimento con le sue conseguenze e influenze (revocatorie, azioni di responsabilità, maggior rigore procedurale).

Per quanto riguarda il passivo si devono correttamente prevedere gli oneri e le sopravvenienze debitorie che verranno a maturare nell'arco di tempo intercorrente tra la stesura del bilancio straordinario ed il momento dell'effettivo pagamento dei crediti, comprendendo anche ovviamente tutti gli oneri procedurali quali le spese di giustizia, compensi e spese al commissario giudiziale, al liquidatore dei beni, ai periti, ai consulenti, ai legali.

◆ *Le valutazioni nel concordato preventivo con garanzia*

Con questa forma, anche nel caso di liquidazione totale o parziale, sul patrimonio aziendale non vengono a determinarsi vincoli specifici di destinazione a favore dei creditori.

Assumono rilevanza le garanzie offerte che devono essere analizzate sotto il profilo quantitativo e qualitativo.

Peraltro l'art. 161 l.f. prevede la presentazione di una situazione patrimoniale.

Tale situazione patrimoniale ha lo scopo duplice: di mettere in luce l'entità del dissesto e offrire un termine di paragone con l'entità delle garanzie offerte e quindi consentire una sorta di calcolo di convenienza tra concordato con garanzia e fallimento.

Al riguardo dei criteri di valutazione si registrano due teorie, una che suggerisce di adottare, almeno come primo approccio al problema, i criteri di valutazione di funzionamento, perché può non esserci la fase liquidatoria. In quest'ottica si adottano i criteri di valutazione civilistici per la redazione dei bilanci ordinari e si terrà presente che con l'omologazione si potranno generare riduzioni del debito e corrispondenti sopravvenienze attive. L'altra teoria fa riferimento alla valutazione che contempererà sia le esigenze della liquidazione che di funzionamento dell'azienda, ossia ottenimento di valori misti, determinati sul fondamento di stime influenzate però da criteri di funzionamento.

Nel caso della prospettiva liquidatoria, la valutazione dovrà ispirarsi al principio di presunto realizzo, per le attività, e a quello di presunta estinzione per le passività, con la precisazione che il presunto realizzo si riferisce sia all'ipotesi di vendita frazionata sia di cessione in blocco dell'azienda.

Solo in tal modo sarà agevole sia per gli organi della procedura che per i creditori accertare, con sufficiente approssimazione, la convenienza o meno della proposta di concordato.

Un caso particolare è rappresentato dalla coesistenza di garanzia e di realizzo di una parte o di tutta l'azienda.

In tale ipotesi i criteri valutativi sopra individuati devono essere integrati e contemperati dai presunti ricavi ottenibili dalla vendita del settore o dell'intera azienda. Si precisa che la vendita eseguita direttamente dal debitore dovrebbe consentire migliori risultati rispetto alla vendita giudiziale.

Se la prospettiva è di risanamento e ripresa il piano deve contenere gli elementi prospettici della gestione.

◆ *Le valutazioni nel concordato preventivo basate su un piano di recupero*

In questo tipo di concordato si formula la domanda corredandola di documentazione atta ad esplicitare, oltre agli elementi aziendali storici, il piano di ristrutturazione e risanamento.

Detto piano è contenuto nella relazione accompagnatoria dei dati di bilancio.

I dati di bilancio sono quelli sopra descritti a proposito di forme di concordato finalizzate alla continuazione dell'attività. Si presenta perciò un *bilancio infrannuale*, che si riferisce a una chiusura contabile prossima all'inoltro della domanda, redatto con i criteri ordinari di valutazione. Esso deve consentire la visione storica della gestione, economica e finanziaria, ed espressiva delle performance realizzate, che evidenziano i trend che, mentre spiegano la crisi, nel contempo provano una capacità residua di ripresa, che deve essere integrata da iniziative idonee a riportare l'impresa a risultati positivi.

La struttura del bilancio infrannuale, come sopra denominato, può utilmente rispecchiare i noti schemi civilistici, dando evidenza della comparazione fra gli esercizi precedenti, sotto i profili patrimoniali, economici e finanziari.

Occorre l'esistenza delle condizioni per la continuazione delle attività ed il superamento della crisi il che significa disporre di entrate sufficienti non solo a far fronte alle necessità correnti, ma anche a costituire le disponibilità per estinguere le obbligazioni pregresse.

Appaiono quindi applicabili criteri di funzionamento, per porre in evidenza la capacità dell'impresa a produrre reddito.

La valutazione della consistenza patrimoniale è rilevante per porre in luce la reale solidità aziendale, come garanzia per i creditori, smascherando eventuali fraudolenti annacquamenti di capitale o dolose soppressioni di partite.

Appare a tale fine necessario partire da una situazione contabile opportunamente aggiornata con le rettifiche tipiche del bilancio di esercizio, per poi verificare l'attendibilità dei dati contabili facendo riferimento alla reale utilità residua dei beni.

Una particolare attenzione deve essere rivolta alle voci clienti e cambiali attive la cui valutazione terrà conto del grado di esigibilità, della scadenza, delle eventuali garanzie collegate e della facilità di smobilizzo, non sottovalutando la circostanza che vede, in queste situazioni di crisi dell'impresa, i debitori ritardare i pagamenti.

Alle materie prime e sussidiarie, ai prodotti finiti e semilavorati, pur in considerazione delle eventuali mutate o mutabili condizioni aziendali interne, in relazione alle ristrutturazioni dei processi produttivi e dei diversi orientamenti di mercato, vanno applicati i normali criteri di valutazione utilizzabili in un'azienda in funzionamento.

Per l'ammissione alla procedura occorre anche presentare un *bilancio straordinario* che incorpora le sintesi del progetto e che costituisca strumento per offrire ai creditori e agli organi della procedura un'indicazione sulla consistenza patrimoniale, a valori correnti, e sulle prospettive gestionali.

La formazione del bilancio straordinario deve consentire un primo giudizio sulle residue capacità dell'impresa a continuare economicamente l'attività e fornire dunque il convincimento della temporaneità dello stato di difficoltà finanziaria.

In tale ottica la valutazione del patrimonio si presenta come aspetto strumentale rispetto all'accertamento della possibilità di superare lo stato di crisi, aspetto questo che rimane ineludibile.

Componente essenziale della documentazione è quella riferita alle previsioni di piano.

I valori numerici-quantitativi riportati dal piano e dai budget, economici, patrimoniali e finanziari sono il risultato di un progetto industriale articolato, che sarà verificato dal professionista valutatore sotto il profilo della fattibilità.

Sul fronte delle performance, rispetto ai tipici indicatori dei piani industriali, occorre indicare nel piano gli elementi che rendono affidabile l'obiettivo del corretto adempimento della domanda di concordato.

Le tecniche di analisi di bilancio e le simulazioni atte a prevedere gli effetti economico-finanziari delle ristrutturazioni ipotizzate si prestano a formulare il giudizio di accoglimento della procedura.

In particolare per terreni, fabbricati, impianti si perviene ad un valore di libro "rettificato".

Tale analisi tiene presenti i programmi di interventi più o meno massicci di ristrutturazione dell'impresa, sia al suo interno (reparti produttivi, direzionali ed amministrativi) sia all'esterno (rete commerciale, immagine, effetti pubblicitari).

Va poi considerato che per conseguire il necessario equilibrio economico-finanziario vanno ipotizzate anche operazioni liquidatorie di particolari cespiti non più necessari alla gestione dell'impresa.

Per le immobilizzazioni immateriali quali in particolare brevetti, marchi ecc., sovente nemmeno contabilizzati, necessita una particolare prudenza per verificare l'effettivo peso economico dei cespiti e la capacità degli stessi di contribuire al risanamento dell'impresa, ma si ritiene opportuno escludere la valorizzazione dell'avviamento, che assumerebbe significato solo in ipotesi di cessione dell'azienda.

La prospettiva liquidatoria di alcuni cespiti impone la scelta di criteri di valutazione non più legati alla attitudine dei beni stessi a produrre reddito bensì al presumibile prudente prezzo di realizzo al netto di tutti gli oneri accessori.

Solo nell'ipotesi di cessione di una branca autonoma produttiva si potrà accedere alla valorizzazione che tenga conto anche della sua potenziale redditività.

Il bilancio straordinario di ammissione alla procedura è perciò un insieme di valori contabili, prospettici e di realizzo, coerenti con le ristrutturazioni e le scelte gestionali contenute nella domanda di ammissione alla procedura e gli effetti che da questa ci si attende.

Per quanto riguarda il passivo l'analisi va condotta con gli stessi criteri di accertamento e di quantificazione già visti nelle precedenti procedure.

Problemi particolari di valutazione nascono nell'ipotesi eccezionale della cessione dell'intera azienda, qualora tale operazione rappresenti l'unica soluzione capace di garantire, grazie alla valorizzazione dei beni aziendali, considerati nel loro insieme coordinato e quindi capaci di produrre reddito, il massimo risultato positivo per i creditori.

Assumono qui particolare rilevanza quei "punti di forza" dell'azienda, cioè quell'insieme composito di capacità umane e tecnologiche, immagine e presenza sul mercato che, improduttivo di reddito nelle mani dell'attuale imprenditore, possono essere appetibili da altri soggetti che intravedono invece serie possibilità di utilizzo. In tale situazione la valutazione del patrimonio aziendale, non può che poggiare sui principi tipici che esaltino tali potenziali capacità dell'azienda.

Si richiama al riguardo quanto già detto trattando del concordato dei beni con vendita in blocco.

Il bilancio fallimentare e i principi di valutazione

La nuova disciplina amplifica i compiti gestionali del curatore e li orienta a individuare soluzioni allo stato di insolvenza dell'impresa che non sono di mera attività liquidatoria delle singole voci patrimoniali. Nel redigere il piano di liquidazione deve scegliere le opportunità di recupero per i creditori più vantaggiose, tra le quali la possibilità di cessione unitaria dell'azienda o di singoli rami o di asset meritevoli di tutela unitaria (marchio, tecnologia, impianti, ecc.).

Normalmente la liquidazione fallimentare applica metodi di valutazione affini a quelli descritti per la procedura di liquidazione ordinaria e la natura "pubblicistica" della procedura fallimentare e l'alveo normativo nel quale si muove, richiedono differenziazioni nei principi di valutazione e di determinazione del patrimonio aziendale. Entrambe sono liquidazioni di impresa e come tali affrontate nel contesto della cessazione delle attività, tuttavia non si escludono cessioni in blocco di elementi patrimoniali suscettibili di redditività residua autonoma.

Occorre precisare che nella volontaria liquidazione la presenza in ogni caso delle scritture contabili consente un supporto valutativo migliore. Anche nella procedura concorsuale però sono possibili riferimenti al dato storico.

Per l'avvio alla procedura il bilancio fallimentare rappresenta un passo preliminare, particolarmente nell'ipotesi di fallimento in proprio ove tale documento opera a corredo della richiesta di fallimento al tribunale.

L'art. 14 impone tra l'altro all'imprenditore di allegare all'istanza le scritture contabili e fiscali degli ultimi tre esercizi e "lo stato particolareggiato ed estimativo delle attività", nonché l'elenco nominativo dei creditori e l'indicazione dei rispettivi crediti e l'indicazione dei ricavi lordi degli ultimi tre esercizi; ciò in relazione alle esigenze di conoscere il recente andamento gestionale dell'impresa, di accertare il valore reale dei beni e di determinare la dimensione del dissesto.

Si tratta dunque di una situazione patrimoniale simile a quella che nella liquidazione volontaria è chiamata "bilancio iniziale di liquidazione".

Tale situazione ha lo scopo di determinare il "capitale di liquidazione" cioè il capitale che scaturisce dalla somma algebrica di valori non più tra di loro legati in termini funzionali in quanto è cessata ogni attività, riferimento utile per consentire il miglior realizzo dei beni (in modo frazionato o globale).

I principi di valutazione per l'attivo sono quelli del presumibile valore di realizzo dei beni, ma applicato con criterio di particolare prudenza ed obiettività; per il passivo vale il criterio dell'accertamento ordinario e della presunta estinzione.

Non vanno poi trascurati gli effetti di possibili azioni revocatorie e di rivendicazione sia attive che passive.

L'inventario deve comprendere tutti i beni aziendali ovunque esistenti nonché i beni personali dell'imprenditore nell'ipotesi di impresa esercitata in forma di ditta individuale o di società di persone.

Anche per i crediti verso la clientela è necessario perciò procedere ad un attento esame sulla solvibilità del debitore apportando, ove necessario, adeguate svalutazioni.

Il valore di realizzo deve essere determinato esplorando sia la possibilità della vendita frazionata dei beni che quella della cessione globale delle attività o quanto meno di settori funzionanti autonomi.

Per quanto riguarda il passivo, come nella liquidazione volontaria, vengono eliminati tutti i valori relativi a poste che non rappresentano posizioni debitorie, quali i fondi di ammortamento, oscillazione e rischi, mentre l'attenzione va rivolta all'accertamento puntuale dei debiti non solo come verifica delle singole posizioni, ma anche come quantificazione aggiornata di eventuali posizioni non comprese nella contabilità ordinaria e riferibili a contenziosi in essere o possibili comprendendo oneri come per interessi, rivalutazioni e spese di procedura.

Conferimenti e scorpori

Il conferimento è operazione, assimilabile alla cessione, mediante la quale la parte conferente scorpora una parte o l'intero suo patrimonio, che viene acquisito dalla conferitaria, ricevendo in cambio azioni o quote di quest'ultima.

I criteri di valutazione, quando oggetto di valutazione è un complesso unitario di beni, sono quelli della cessione di azienda, con l'avvertenza che, a norma dell'art. 2343 c.c., il conferimento in natura in società di capitali richiede che il valore di conferimento sia determinato da un perito nominato dal tribunale che ha il compito di:

- descrivere i beni oggetto della valutazione;
- valutare ciascun bene;
- indicare i criteri di stima adottati;
- attestare che il valore attribuito è almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

Oggetto della valutazione è l'insieme dei beni che rappresentano un ramo aziendale dotato di autonoma capacità di reddito e i criteri estimativi sono intesi a determinare il valore "corrente" del patrimonio secondo principi di prudenza.

I caratteri di ramo d'azienda sono riscontrabili nel coordinamento strutturale e funzionale dei beni, nella finalizzazione imprenditoriale, nell'attitudine a produrre reddito e nella sua autonoma configurazione per il destinatario del trasferimento.

L'art. 2343 c.c. intende proteggere i soci e i creditori della conferitaria da valutazioni di comodo, tali da attribuire un valore eccessivo alle azioni apportate, prevedendo appunto che la valutazione sia fatta da un esperto nominato dal tribunale.

Si tratta di stabilire il valore economico del ramo, che sia oggettivo, indipendente dalle motivazioni del conferimento e dimostrabile sulla base delle condizioni passate, attuali e prospettive.

Il metodo di valutazione ritenuto idoneo dalla prassi e dalla dottrina aziendale, perché rispondente alle indicazioni di legge in tema di conferimenti in natura e per consentire la determinazione dei valori di carico contabile in capo alla conferitaria, è il metodo analitico patrimoniale. Tale metodo, come noto, conduce alla stima del patrimonio aziendale come somma dei valori effettivi degli elementi che lo compongono.

Il metodo può essere integrato da altri metodi di controllo suggeriti dalla specificità dell'oggetto. Tra di essi è generalmente utilizzata la *verifica reddituale*, che tiene conto delle prospettive reddituali, ritenute componente essenziale del valore del capitale economico.

La valutazione analitica riguarda anche i beni immateriali, tra i quali l'avviamento il cui valore corrisponde a quello dei beni immateriali non suscettibili di valutazione autonoma.

Nella valutazione analitica dei beni immateriali si possono applicare metodi fondati sui costi di riproduzione dei beni stessi o sull'attualizzazione dei benefici futuri collegati agli stessi beni o sui prezzi di mercato disponibili.

L'espressione a valori correnti del patrimonio aziendale può generare plusvalori o minusvalori dei quali si trascurano gli effetti fiscali, poiché normalmente ininfluenti per il conferitario.

Entro 180 giorni la valutazione deve essere confermata o aggiornata dal consiglio di amministrazione della conferitaria.

Estratto dal libro “Valutare l’impresa”
edito da Maggioli Editore

Indice dei principali argomenti del volume

- 1 Il processo valutativo e le sue componenti
- 2 L’analisi degli elementi patrimoniali
- 3 L’analisi dei flussi reddituali e finanziari
- 4 La stima del valore complessivo
- 5 Operazioni straordinarie e criteri specifici di valutazione
- 6 Creazione del valore e misura delle performance
- 7 Come creare e controllare il valore
- 8 Bilanci IAS compatibili e processo valutativo
- 9 Impatti sulle valutazioni conseguenti i mutamenti dei mercati e le novità normative

Appendice

- 1 - La valutazione degli investimenti
- 2 - Parere PWC di congruità del prezzo emissione azioni
- 3 - Software “Valutare l’impresa” – Manuale utente

[Se sei interessato ad acquistare il libro clicca qui](#)

Maggio 2015

di Gianluigi Boffelli

www.commercialistatelematico.com

È vietata ogni riproduzione totale o parziale di qualsiasi tipologia di testo, immagine o altro.

Ogni riproduzione non espressamente autorizzata è violativa della Legge 633/1941 e pertanto perseguibile penalmente