



Il conferimento d'azienda – criteri valutativi

- La stima delle aziende oggetto di conferimento - criteri valutativi
- Casi pratici di valutazione d'azienda oggetto di conferimento
- I principali errori nelle valutazioni di conferimento

Prof. Andrea Lionzo



La stima delle aziende oggetto di conferimento – criteri valutativi

Il conferimento di azienda o di ramo aziendale in Società per Azioni, Società in Accomandita per Azioni e Società a responsabilità limitata è disciplinato dagli articoli 2343 e 2465 del codice civile.

Tali articoli prevedono che chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare una relazione giurata di un esperto *“ contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti ”*



- Si tratta di un'operazione che esige la determinazione del valore economico per uno scopo di **garanzia societaria** (garanzia di integrità del patrimonio della conferitaria, tutela dei creditori sociali e dei futuri acquirenti delle azioni/quote societarie)
- Richiede una stima **prudenziale** del valore economico dell'azienda o del ramo oggetto di conferimento

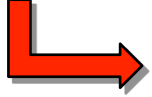


La scelta del metodo risulta di fondamentale rilevanza, il perito deve seguire un percorso metodologico che tenga in considerazione i seguenti aspetti:

- il rispetto dei requisiti di razionalità, oggettività, neutralità e dimostrabilità dei risultati e dei processi;
- le finalità della stima (logica prudenziale di garanzia dei soci minoritari e di salvaguardia degli interessi degli *stakeholders* estranei alla compagine societaria);
- la base informativa di cui può disporre (le informazioni di natura interna, derivanti dai dati storici contabili, devono essere integrate con informazioni di natura esterna relative al mercato di riferimento ed alle caratteristiche delle imprese che vi operano);
- la composizione del patrimonio aziendale oggetto di valutazione.



Alla luce delle finalità prudenziali che guidano la stima, nella scelta del metodo valutativo da adottare si dovrà considerare il valore economico dei singoli beni oggetto di conferimento

 *Rischio di sovrastimare il valore economico dell'azienda in assenza di una appropriata verifica di «tenuta» delle stime effettuate.*

I criteri valutativi che meglio si adattano alle valutazioni delle aziende/rami d'azienda oggetto di conferimento sono:

- Il metodo patrimoniale (rivalutazione delle attività e passività aziendali, delle attività immateriali, dei *surplus assets*), ma con particolare attenzione alla sostenibilità nel tempo dei valori stimati
- Il metodo misto (verifica reddituale della stima analitica degli elementi patrimoniali e "rivalutazione controllata" dei beni ammortizzabili)

❖ metodo della media semplice

❖ metodo con stima autonoma dell'avviamento



Casi pratici di valutazione d'azienda oggetto di conferimento

CASO 1. Conferimento di un complesso aziendale da una società in fallimento ad una società di nuova costituzione

Caratteristiche dell'operazione:

- *Operazione effettuata ai sensi dell'art. 105 comma 8 della Legge Fallimentare il quale prevede che " il curatore può procedere alla liquidazione anche mediante il conferimento in una o più società, eventualmente di nuova costituzione, dell'azienda o di rami della stessa, ovvero di beni o di crediti, con i relativi rapporti contrattuali in corso [...]"*
- Il criterio valutativo adottato è il metodo patrimoniale, opportunamente **rettificato** in considerazione della prevedibile dinamica reddituale dell'azienda oggetto di conferimento.
- Beni oggetto di conferimento sono: le immobilizzazioni materiali, immateriali, finanziarie, il magazzino ed il contratto di locazione dell'immobile nel quale verrà svolta l'attività d'impresa.
- L'aumento di capitale a servizio del conferimento è stato posto pari a euro 2,7 milioni.



Quesito posto al perito: accertare che il valore del ramo oggetto di conferimento non sia inferiore al valore del prospettato aumento di capitale

Situazione patrimoniale oggetto di conferimento a valori contabili

	Valori contabili
Impianti e macchinari	781.084
Attrezzature	115.815
Altri beni	205.094
Partecipazioni	270.034
Marchi	1.833.000
Magazzino	2.079.363
Totale attivo	5.284.390

Beni e contratti oggetto di conferimento a valori di funzionamento e di liquidazione (al lordo ed al netto della fiscalità latente)

Beni e contratti	Valori al lordo della fiscalità latente		Valori al netto della fiscalità latente	
	Valori di funzionamento	Valori di liquidazione	Valori di funzionamento	Valori di liquidazione
Impianti e macchinari	829.042	402.132	819.450	477.922
Attrezzature	221.642	117.715	200.477	117.335
Altri beni	369.271	203.988	336.436	204.209
Partecipazioni	0	0	0	0
Marchi	3.000.000	1.200.000	2.766.600	1.326.600
Magazzino	2.090.649	1.672.419	2.087.105	1.800.200
- Valore attuale canoni da versare	-1.072.303	-1.072.303	-1.072.303	-1.072.303
Totale	5.438.301	2.523.951	5.137.764	2.853.963

Passività data dal valore attuale dei canoni di locazione dell'immobile

La stima a valori di liquidazione è stata utilizzata come metodo di controllo



La dottrina, in sede di stima di complessi che operano in condizioni dissestate, suggerisce l'uso di metodi che prevedono la determinazione di un valore patrimoniale di funzionamento, da ridurre poi del valore delle perdite che si ritiene debbano essere sopportate per riportare il complesso medesimo in condizioni di fisiologia aziendale.

In linea con quanto sopra esposto, risulta necessario determinare la perdita media normale attesa depurando le perdite consuntive (le uniche disponibili in assenza di piani) dagli elementi di "straordinarietà" e dagli effetti originati dalle politiche di bilancio (nel caso in esame è stata considerata la perdita normalizzata del penultimo anno come perdita normale attesa).

	anno x
Perdita da bilancio	-1.859.220
Svalutazione crediti attivo circolante	534.119
Oneri finanziari - altri	441.413
Proventi straordinari	-376.943
Oneri straordinari	243.924
Perdita media annua normalizzata	-1.016.707



Stimato in due anni il periodo di tempo necessario per riportare l'azienda in condizioni di redditività positiva, il suo valore economico è stato così determinato:

Valore dei beni e contratti in ottica di funzionamento		5.137.764
<i>Perdita annua media normale attesa</i>	<i>-1.016.707</i>	
<i>Anni di perdita attesa</i>	<i>2</i>	
Perdite attese		-2.033.414
Valore del complesso aziendale in ottica di funzionamento		3.104.350



CASO 2. Conferimento di un complesso aziendale in una società già esistente

Caratteristiche dell'operazione:

- L'operazione è riconducibile all'implementazione del piano di riorganizzazione elaborato dal Gruppo X con lo scopo di razionalizzare le operazioni di produzione per il tramite di unità giuridiche diverse, ciascuna in prospettiva deputata a presidiare uno specifico *business*, facendo leva, ove possibile, sulle relazioni di complementarità e sulle opportunità esistenti a livello potenziale. L'operazione proposta si configura come conferimento da parte di X S.p.A. a Y S.p.A. di un ramo aziendale, in modo che l'attività ad esso correlata possa essere gestita in via autonoma.
- I beni oggetto di cessione sono: gli impianti, le attrezzature industriali, le disponibilità finanziarie, il portafoglio ordini e clienti, la reputazione e la credibilità associate al logo X.
- Il metodo di valutazione prescelto è stato il metodo misto poiché *" il ramo oggetto di valutazione è dotato di una consistente struttura patrimoniale, destinata ad essere valorizzata autonomamente nella società conferitaria, e i metodi misti sono in grado di ponderare tale dimensione patrimoniale con le correnti di risultato che essa contribuisce a generare "*



In applicazione del metodo misto, il perito ha provveduto a:

- la determinazione del patrimonio netto rettificato;

Voce oggetto di valutazione	Valori "pieni"	Valori "controllati"
Immobilizzazioni immateriali	38.125	38.125
Immobilizzazioni materiali	13.607.419	10.527.419
di cui:		
-fabbricati industriali	11.300.000	8.600.000
-impianti e macchinario	1.843.776	1.543.776
-attrezzature ind.li e comm.li	315.010	235.010
-Altri beni	148.633	148.633
Immobilizzazioni finanziarie	1.647.804	1.647.804
Rimanenze	16.386.008	16.386.008
Crediti	9.656.822	9.656.822
Ratei e risconti attivi	167.286	167.286
Totale attività oggetto di conferimento	41.503.464	38.423.464
Fondi per rischi e oneri	2.059.235	2.059.235
Trattamento di fine rapporto	735.870	735.870
Debiti	29.212.746	29.212.746
Ratei e risconti passivi	90.345	90.345
Totale passività oggetto di conferimento	32.098.196	32.098.196
Patrimonio netto di conferimento a valori correnti	9.405.268	6.325.268

Il pieno accoglimento dei plusvalori (**valori pieni**) conduce, nel quadro della formula mista patrimoniale-reddituale U.E.C., ad una situazione di sotto-reddito. Per conseguenza si procede a "comprimere" la misura della rivalutazione possibile. La rettifica diminutiva del valore corrente degli asset, che porta alla determinazione dei **valori controllati**, permette di istituire una migliore coerenza di fondo tra la dimensione del patrimonio conferito ed i flussi reddituali previsti.

Circa i criteri adottati per rettificare in diminuzione il valore corrente dei beni immobilizzati rivenienti dal conferimento, si è applicato un metodo legato alla capacità prospettica dell'azienda di sopportare gli ammortamenti sui valori dei beni e di assicurare nel contempo una remunerazione adeguata al capitale investito.

La situazione patrimoniale di conferimento non riporta fondi per imposte differite passive in quanto è intenzione della società conferente assumersi il carico fiscale originato dall'operazione.



➤ la normalizzazione dei redditi

Nel caso di specie il riferimento “storico” non era particolarmente significativo. Ciò perché il ramo oggetto di conferimento era privo di una propria autonoma storia, essendo parte di una entità giuridica di ordine superiore. La stima del reddito medio normale atteso netto è stata basata sul piano economico-finanziario del complesso aziendale oggetto di scorporo, predisposto dalla Società. Per il calcolo del reddito medio normale atteso il perito ha provveduto a stornare gli ammortamenti conteggiati sulla base dei valori di libro ed a riparametrarli sulla base dei valori correnti. Si è poi proceduto al ricalcolo dell'onere fiscale.

È stato stimato il reddito medio normale atteso ponderando i risultati economici definiti puntualmente per i singoli esercizi compresi nel piano.

Quanto alla definizione dei “pesi” assegnati ai diversi anni (segnatamente 0,7 per il primo anno di piano; 0,1 per il triennio successivo), si è considerata la maggiore attendibilità del risultato stimato per il primo anno e la maggiore incertezza dei risultati relativi ai periodi più lontani nel tempo.

Ciò ha condotto il perito a determinare in Euro 450.928 il reddito netto medio normale atteso del ramo.

Calcolo reddito medio normalizzato	x	x+1	x+2	x+3
Reddito netto d'esercizio	688.915	737.139	783.239	826.517
Storno ammortamenti	168.174	179.947	188.944	194.612
Ammortamenti ricalcolati	-542.794	-580.790	-609.829	-628.124
Storno imposte	273.111	292.229	309.049	323.048
Imposte ricalcolate	-155.480	-166.364	-176.891	-186.925
Reddito netto normalizzato	431.926	462.161	494.512	529.128
<i>Pesi di ponderazione</i>	<i>0,7</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>
Reddito medio normalizzato	450.928			



- la determinazione del periodo di attualizzazione dei sopra-redditi (n), alla determinazione del tasso di rendimento ritenuto soddisfacente (in genere un tasso di rendimento di settore) e del tasso di attualizzazione del sopra-reddito.

Il valore economico del ramo aziendale è risultato essere:

Misto U.E.C. con rivalutazione controllata	Parametri
Patrimonio netto rettificato (K)	6.325.268
Reddito medio-normale (R)	450.928
Tasso di rendimento giudicato soddisfacente (i)	7%
Periodo di attualizzazione (n)	8 anni
Tasso di attualizzazione del sopra-reddito (i')	7,5%
Avviamento (<i>goodwill</i>)	47.791
Valore economico (W)	6.373.059

L'aumento di capitale della società conferitaria non dovrà essere superiore ad euro 6.373.059.

I principali errori nelle valutazioni di conferimento

- Poiché la stima ha per oggetto l'ammontare del capitale da attribuire alla conferitaria, la configurazione di valore da ricercare deve essere quella del valore in atto e non quella del valore potenziale.



Si deve trattare di un valore basato sui valori fondamentali, normalizzando i risultati attesi e gli altri *drivers* di valore; di un valore protetto da fatti di variabilità degli *input* e anche dalla fluttuazione dei valori di mercato, legato alla realizzazione delle strategie in corso di attuazione

Ad esempio la seguente valutazione effettuata con il metodo finanziario (metodo che non sempre affonda le proprie radici in sicure basi informative e nell'analisi fondamentale) è in grado di esprimere soltanto un valore potenziale. Il valore dell'azienda dipende per il 167% dal valore attuale del valore terminale.

€/mln	X	X+1	X+2	X+3	X+4	X+5	TV
FCFF	(81,2)	2,5	(37,8)	(47,8)	5,0	20,2	45,2

€/mln	01/01/X
Present value of FCFF	(118,6)
Present value of TV (g)	295,7
Enterprise value	177,1
Net financial position	(112,8)
Equity value	64,3

La formula attribuisce più peso alla quantità di input di più povera qualità (flussi più lontani nel tempo)



- Con riferimento al precedente esempio, considerati i limiti del metodo adottato, il perito avrebbe dovuto introdurre dei correttivi



Ad esempio i principali correttivi adottabili sono rappresentati da:

- maggiorazioni del costo del capitale per scontare i maggiori rischi insiti nei valori lontani nel tempo;
- utilizzo di flussi di reddito anziché di flussi di cassa;
- adozione di un calcolo del DCF a più stadi, applicando un saggio di crescita più contenuto per il periodo finale.

- Se il conferimento avviene nel quadro di un programma di ristrutturazione, può essere fonte di errori l'estrazione dai dati del passato degli elementi necessari per la previsione dei risultati che potrà conseguire in futuro il ramo aziendale.



Il perito dovrebbe disporre di un realistico *business plan*, la cui ragionevolezza deve necessariamente essere dallo stesso valutata e apprezzata nella stima.

- Qualora la stima sia fondata su budget o piani pluriennali, il perito deve procedere ad effettuare opportune verifiche della base informativa.



Il perito dovrà verificare l'affidabilità e la ragionevolezza delle *assumption* alla base del budget o del piano, come ad esempio:

- previsioni di mercato;
- sostenibilità finanziaria del piano;
- stime dei principali valori reddituali (fatturato, EBITDA ecc.);
- orizzonte temporale di previsione.

Nel caso citato, ad esempio, i dati di piano si fondavano su:

- incrementi del capitale investito talmente rilevanti da richiedere una riflessione sulla sostenibilità finanziaria del piano stesso: il piano prevedeva investimenti per 900 milioni di euro;*
- incremento notevole dei ricavi: incremento del 122% nel primo anno di piano, con incremento nei tre anni successivi del 30% e del 15% nei restanti due anni di piano;*
- incremento notevole del margine reddituale rispetto ai risultati storici: l'incidenza dell'EBITDAR (A-B di conto economico al lordo di ammortamenti e leasing) sul fatturato incrementa dal 19,8% del primo anno di piano al 22,4% al sesto ed ultimo anno di piano. L'ultimo risultato consuntivo registrava un'incidenza pari al 6,2%;*
- orizzonte temporale di piano troppo esteso data la natura di start-up dell'azienda (6 anni di piano).*



- Se la conferente versa in difficoltà/dissesto una stima puramente patrimoniale può dare una rappresentazione ingannevole e creare pregiudizio ai creditori



In presenza di incertezze, i valori patrimoniali devono sempre essere sottoposti ad una verifica di tipo reddituale.