

VALUTAZIONE DELL'AZIENDA IN CRISI

La valutazione di un'azienda assoggettata a procedure concorsuali presenta una serie di peculiarità, pur essendo concettualmente non dissimile alla valutazione di un'azienda in bonis.

Bisogna quindi considerare che la valutazione deve tenere conto di elementi quali, per esempio, il limitato numero dei potenziali acquirenti, la possibilità di un rapido degrado dei valori o anche la forte variabilità e rischiosità degli scenari.

Nell'ottica di una continuazione dell'attività attraverso l'esercizio provvisorio volto ad una cessione o ad un affitto aziendale, è spesso possibile prescindere dalla valutazione della condizione di insolvenza.

Com'è noto, la dottrina ha individuato diverse metodologie di valutazione d'azienda, riconducibili alle seguenti tipologie:

- metodo patrimoniale;
- metodo reddituale;
- metodo misto;
- metodo finanziario;
- metodo dei multipli di mercato.

La prassi italiana ha storicamente accordato, nelle situazioni di crisi, una certa preferenza per i metodi patrimoniali semplici, anche in logica prudenziale, dal momento che gli elementi che definiscono il valore con il metodo patrimoniale sono ottenibili con moderate difficoltà e con un buon grado di certezza (nel fallimento è sempre disponibile l'inventario analitico dei beni e la loro stima).

Le valutazioni di tipo patrimoniale si prestano ad essere utilizzate nelle aziende a forte caratterizzazione patrimoniale (ad esempio immobiliari) ovvero dove il valore coincida con gli asset posseduti (holding). In presenza di disequilibrio economico il metodo patrimoniale è usato per determinare il valore degli asset, quale raffronto per le ipotesi di vendita atomistica dei beni ovvero di continuazione dell'attività.

Le valutazioni di tipo reddituale si fondano sull'individuazione del reddito quale grandezza che meglio rappresenta il valore aziendale.

I metodi reddituali appaiono più aleatori, perché i dati storici di reddito sono generalmente negativi e le previsioni per il futuro difficili da formulare, salvo il caso in cui, anche in presenza di redditi negativi, i margini industriali appaiano interessanti e le perdite siano riconducibili alla struttura finanziaria o ad eventi straordinari.

Per ciò che concerne invece i metodi finanziari, con i quali il valore dell'azienda corrisponde alla somma dei flussi di cassa ottenibili nel futuro senza alterare l'equilibrio aziendale, la preferenza va accordata al metodo unlevered, non avendo significato fare ipotesi sulla struttura finanziaria ormai separata dall'impresa.

La stima unlevered consente di superare la presenza di flussi netti negativi ed è quella che meglio si adatta alla valutazione di aziende caratterizzate da una variabilità attesa della struttura finanziaria ovvero da elevati livelli di leverage.

Il ricorso ai metodi di mercato invece, può essere utilizzato come metodo di controllo per fornire una stima potenziale del valore dell'azienda risanata, che costituisce il limite massimo per la valutazione.

È infatti improbabile desumere dal mercato dati relativi ad aziende simili che si trovino anch'esse soggette a procedure concorsuali, poiché in Italia la procedura determina, di prassi, il venir meno delle contrattazioni.

Un'ultima considerazione va fatta sui metodi misti, il cui utilizzo appare congruente con la possibilità di collocare il valore aziendale in un intervallo intermedio tra la valutazione patrimoniale e reddituale, verificando la sussistenza di un avviamento (positivo o negativo).

Il reddito su cui basare le valutazioni è, di norma, quello prospettico. Ci si deve, cioè, riferire a quel reddito che è ragionevole prevedere possa essere conseguito in futuro in rapporto alle sue caratteristiche attuali o a quelle derivanti da interventi innovativi, di ristrutturazione o da investimento straordinari.

Alternativamente ad un reddito prospettico determinato anno per anno entro un certo arco temporale, è possibile assumere un reddito medio-normale che si ritiene l'azienda possa in futuro conseguire in condizioni standard. La redditività passata, ancorché negativa, va considerata per verificare la presenza di un eventuale badwill, tale da ridurre il valore delle attività.

Va tuttavia ricordato che un badwill elevato non è necessariamente da considerare posto che il fallimento, vista la sua ottica liquidatoria, potrebbe sempre procedere, nel caso in cui fosse più conveniente, ad una cessione delle singole attività.

In caso contrario, la valutazione del badwill potrebbe essere ricompresa in una logica di going concern, in cui le finalità sociali di continuazione dell'impresa possono indurre gli organi della procedura ad una vendita che ne tenga conto, come ad esempio in caso di assunzione dell'impegno alla continuazione dell'attività produttiva con la salvaguardia dell'occupazione.