



La valutazione delle aziende in perdita: un caso pratico



Finalità

La stima del capitale economico di Delta costituisce un valore di riferimento:

- per orientare la strategia di riassetto istituzionale ed operativo della società;
- la base per determinare il sovrapprezzo quote nella prospettiva dell'aumento del capitale sociale.

Documentazione

- il bilancio di esercizio di Delta per l'esercizio chiuso all'anno 200X;
- la bozza, pressoché definitiva ma non ancora approvata, del bilancio di esercizio di Delta per l'esercizio chiuso all'anno 200X+1;
- la relazione peritale avente ad oggetto la stima al 30 giugno 200X dei beni di Delta ai sensi dell'art. 2423 del codice civile (conferimento d'azienda);
- la relazione redatta da Società Terza avente ad oggetto l'espressione di una opinione sul valore corrente di utilizzo al 30 giugno 200X delle immobilizzazioni tecniche di proprietà di Delta;
- la relazione di consulenza, redatta da Altra Società Terza per incarico del Presidente di Delta, avente ad oggetto le prospettive strategico–operative della gestione di Delta e la loro traduzione in termini di flussi reddituali;
- la bozza del piano economico–finanziario 200X+2–200X+3 redatto dalla società;
- la documentazione contabile ed ogni altra attestazione giudicata utile ai fini della presente relazione di stima.

Le ipotesi assunte ai fini della stima

- Tendenze in atto nel settore: varietà e variabilità degli scenari futuri.
- Tre ipotesi: valore economico odierno (W , assetto attuale); valore economico potenziale (W_p , razionalizzazione; W_s , valore economico potenziale allargato)

W

$$**$W_p = W + \Delta W$**$$

$$**$W_a = W_p + AS = W + \Delta W + AS$**$$



La metodologia utilizzata

- criterio di valutazione misto: metodo della capitalizzazione limitata del sovra (sotto) –reddito (“metodo U.E.C.”).
- idoneo nel caso di specie dal momento che Delta si connota per una rilevante consistenza patrimoniale, cui si contrappongono correnti di reddito che appaiono limitate rispetto ad una congrua remunerazione del capitale investito.

$$W = K' + (R - i \cdot K') \alpha n - i'$$

dove:

W = valore economico dell'azienda;

K' = patrimonio netto rettificato;

R = reddito netto medio–normale ;

n = numero di anni cui si estende il calcolo del valore attuale del sovra–reddito;

i = tasso di rendimento soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato;

i' = tasso di attualizzazione del sovra–reddito.



Una variazione

$$W = [K'op + (Rop - iop \cdot K'op) \alpha n - i'] - D + [(\sum_s D \cdot t \cdot id) / (1 + id)_s]$$

dove:

W = valore economico dell'azienda;

K'op = capitale investito rettificato;

Rop = reddito operativo medio–normale al netto delle imposte;

lop = tasso di rendimento di settore soddisfacente rispetto al tipo di investimento considerato; il tasso riflette la sola componente di rischio operativo prescindendo dal rischio finanziario;

n = numero di anni ai quali si estende il calcolo del valore attuale del sovra–reddito (o sotto–reddito);

i' = tasso di attualizzazione del sovra–reddito (o sotto–reddito);

D = debiti finanziari esplicitamente onerosi;

t = aliquota fiscale IRPEG (gli oneri finanziari non sono deducibili ai fini IRAP);

Id = costo del capitale di debito.



La determinazione del capitale investito rettificato (Kop)

| | |
|---|---------------|
| Capitale circolante netto operativo | 1.492 |
| + attività immobilizzate nette | 28.122 |
| - passività operative a medio/lungo termine | (6.157) |
| = capitale investito netto contabile | 23.457 |
| + impianto in locazione finanziaria ¹ | 1.832 |
| + plusvalore partecipazioni ² | 101 |
| - svalutazione e minusvalenze latent ³ | (281) |
| + riclassificazione fondo rischi generici | 62 |
| + benefici fiscali al netto fondo imposte latenti | 434 |
| = capitale investito rettificato | 25.605 |
| + aumento di capitale per “riorganizzazione” | 3.736 |
| - svalutazioni cespiti businessdismessi | (2.323) |
| = capitale investito rettificato per ipotesi b) e c) | 27.018 |

(1) Al valore di costo previsto a contratto e non a valore corrente

(2) Rettificate sulla base del valore del patrimonio netto contabile della partecipata

(3) Su costi capitalizzato o cespiti non utilizzati e privi di utilità futura

Benefici fiscali

La determinazione del valore del capitale investito rettificato ha comportato la quantificazione:

- degli oneri fiscali potenziali sulle plusvalenze emergenti in sede di riespressione, in termini di valori correnti, del valore delle partecipazioni (aliquota 15%).
- la quantificazione del beneficio fiscale potenziale correlato alla svalutazione dei costi capitalizzati e alla svalutazione dell'impianto (aliquota 32%).
- a tale beneficio fiscale, si aggiunge quello derivante dalla futura deducibilità, in occasione della loro concreta manifestazione, di rischi e oneri già accantonati in appositi fondi, decurtando di conseguenza il capitale investito, ma che non sono ancora stati dedotti fiscalmente.

La stima autonoma del valore di avviamento

- **Il reddito operativo netto medio–normale:**
 - Normalizzazione dei flussi storici e prospettici (coerenza con K'_{op} , neutralizzazione dei componenti di reddito con natura non ripetitiva o estranei alla gestione corrente, depurare da inflazione “valuta costante”, calcolo imposte sui redditi normalizzati)
 - Hp1: 1.036 (-300 senza business ceduto); Hp2: 522; Hp3: 1.005
- **I tassi e il periodo di attualizzazione:**
 - i_{op} , (rendimento operativo soddisfacente):
$$i_{op} = (r - \Pi) + s - x = 6\%$$
 - i' (attualizzazione) = 4%
 - $n = 3$

La struttura finanziaria

- La posizione finanziaria netta: 21.850
(debiti finanziari onerosi – crediti finanziari e altre att. fin.)
- Lo scudo fiscale correlato alla deducibilità degli oneri finanziari:
$$= \Sigma (t \cdot D \cdot id) \text{ attualizzato a } id$$

id (*costo del capitale di debito*): 8,5%

t (*aliquota fiscale*): 37% (Irpeg, x' oneri Irap indeducibili)

Il **tasso di attualizzazione** è stato commisurato al costo del capitale di debito (8,5%), sulla base dell'ipotesi che il rischio connesso allo scudo fiscale sia allineato a quello del flusso degli interessi passivi sull'indebitamento.



Le risultanze della metodologia utilizzata

| | a) Assetto attuale | b) Razionalizzazione | c) Accordo strategico |
|--|-----------------------|-------------------------|--------------------------|
| K'_{op} = capitale investito rettificato | 25.605 | 27.018 | 27.018 |
| di cui da aumento capitale sociale | 0 | 3.736 | 3.736 |
| R_{op} = reddito operativo netto medio-normale | 1.036 | 552 | 1.005 |
| i_{op} = tasso di rendimento operativo medio-normale | 6% | 6% | 6% |
| i' = tasso di attualizzazione | 4% | 4% | 4% |
| n = periodo di attualizzazione | 3 | 3 | 3 |
| $R_{op} - (i_{op} K'_{op})$ = sotto-reddito (avviamento negativo) | (500) | (1.069) | (616) |
| $R_{op} - (i_{op} K'_{op}) \alpha_{n-i'}$ = valore attuale sotto-reddito | (1.388) | (2.967) | (1.709) |
| I = valore economico attivo | 24.217 | 24.051 | 25.309 |
| D = posizione finanziaria netta | 21.850 | 21.850 | 21.850 |
| $\Sigma (t \cdot D \cdot i_d)$ attualizzato a i_d = scudo fiscale | 5.365 | 5.365 | 5.365 |
| W_x = configurazione di capitale economico | W | W_p | W_a |
| valore del capitale economico | 7.733 | 7.567 | 8.825 11 |