



Università
Ca' Foscari
Venezia
Facoltà
di Economia

Corso di Laurea Magistrale
in ***Amministrazione, Finanza e Controllo***

Tesi di Laurea

LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

Relatore

Ch. mo Prof. Moreno Mancin

Laureando

Simone De Giosa

Matricola 805908

Anno Accademico

2013 / 2014

A Laura

INDICE SOMMARIO

INTRODUZIONE.....	V
-------------------	---

CAPITOLO 1

L'AVVIAMENTO

1.1 Premessa.....	1
1.2 Come definire l'avviamento.....	2
1.3 L'avviamento positivo o <i>goodwill</i>	3
1.4 L'avviamento negativo o <i>badwill</i>	10
1.5 Le caratteristiche dell'avviamento.....	11
1.6 Avviamento e imprenditorialità.....	13
1.7 I maggiori profitti che derivano dall'avviamento.....	15
1.8 La rappresentazione nel bilancio d'esercizio.....	20
1.9 Ammortamento e <i>impairment test</i>	22
1.10 La disciplina fiscale.....	26
1.11 Conclusioni.....	28

CAPITOLO 2

LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

2.1 Premessa.....	31
2.2 Interconnessione tra la valutazione dell'azienda e la valutazione dell'avviamento.....	32

2.3	I diversi metodi di valutazione.....	36
2.4	Il metodo patrimoniale.....	37
2.5	Il metodo reddituale.....	41
2.6	Il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento.....	48
2.7	Metodo diretto e indiretto a confronto.....	52
2.8	Altri metodi di valutazione aziendali.....	57
2.9	Il metodo adottato dall'Amministrazione Finanziaria.....	64
2.10	La scelta del metodo da applicare nel valutare l'avviamento.....	68
2.11	Conclusioni.....	70

CAPITOLO 3

CRITICITA' E PROBLEMATICHE SULL'AVVIAMENTO

3.1	Premessa.....	73
3.2	Avviamento e <i>intangibles</i>	74
3.3	Avviamento e crisi economica.....	80
3.4	L'avviamento e il contesto italiano.....	85
3.5	La revisione dell' <i>impairment test</i> sull'avviamento.....	88
3.6	La teoria del <i>going concern value</i> . Cenni.....	93
3.7	Conclusioni.....	95

CAPITOLO 4

VALUTARE L'AVVIAMENTO: UN CASO PRATICO

4.1	Premessa.....	99
4.2	Quando valutare l'avviamento.....	100
4.3	La difficoltà nel reperire le informazioni.....	102
4.4	Valutazione dell'avviamento di una microimpresa: un caso pratico	108

4.4.1	Il criterio di valutazione adottato.....	109
4.4.2	Calcolo dell'avviamento e del valore di azienda.....	111
4.5	Conclusioni.....	121
BIBLIOGRAFIA.....		123

INTRODUZIONE

Le imprese sono entità mutevoli, che nel corso della loro vita subiscono variazioni, si voglia perché l'ambiente esterno cambia, si voglia perché il progresso porta a un nuovo modo di fare impresa, cambiano gli aspetti produttivi, le modalità di vendita e le informazioni a cui possiamo accedere.

Ma in un mondo in continua evoluzione, il detto "fare impresa" non cambia significato, rimane sempre la capacità imprenditoriale del singolo imprenditore o della grande società multinazionale di saper mutare se stessa per poter ricavare profitti dalla propria attività.

Per l'impresa, infatti, fondamentale rimane la capacità di creare redditi, cioè di guadagnare dall'attività che esercita.

Questi redditi quindi sono il frutto di un insieme di fattori presenti in un'azienda, che collegati tra loro permettono di raggiungere lo scopo prefissato dall'impresa e di ottenere i profitti.

Dall'analisi dei collegamenti si può capire come un'azienda riesca in qualche modo a "fare impresa" meglio di un'altra, cioè come riesca a sfruttare meglio i fattori che possiede e quindi ad avere dei redditi superiori ad altre imprese.

Così che potremmo avere due imprese che, possedendo lo stesso stock di beni aziendali e facendo la stessa attività, ottengono due redditi o profitti differenti.

Proprio questa capacità per un'azienda di ottenere dei redditi superiori rispetto alle altre imprese è quantificata in quello che verrà definito avviamento. Così che l'avviamento rappresenta i maggiori redditi che un'impresa riesce a produrre rispetto al normale.

L'avviamento tuttavia non assume sempre rilevanza positiva, ma anzi a volte rappresenta la non capacità di produrre dei redditi, così si determina un avviamento negativo.

L'avviamento quindi può essere considerato come un *asset* immateriale presente nelle aziende con maggiori profitti, anche se definirlo propriamente come un bene dell'azienda non è corretto.

Infatti, pur essendo presente, se si considerano aziende con redditi superiori al normale, l'avviamento non può essere diviso dall'azienda e ceduto a un'altra, cioè non si può separare dall'azienda in nessun modo, poiché è la stessa azienda, con la sua capacità di produrre redditi, a determinare l'esistenza dell'avviamento.

Tuttavia non si riscontra sempre l'avviamento nei documenti contabili delle aziende con maggiori redditi, cioè nei bilanci d'esercizio questa voce avviamento non è quantificata, non è determinata, non gli è attribuito alcun valore eppure sussistono dei redditi superiori al normale.

Quest'assenza del valore dell'avviamento nei bilanci (si vedranno nell'elaborato le cause) si avvicina al fatto che il valore dell'avviamento varia nel tempo, cioè cambia poiché cambiano nel tempo per l'azienda le condizioni che le permettono di creare dei sopraredditi.

Cambiando quindi la capacità di creare dei maggiori profitti, con la conseguenza anche di non crearne affatto, per l'azienda varia il valore dell'avviamento.

Determinare quindi il valore dell'avviamento è sempre un'operazione riferita al momento in cui si procede al calcolo, e poiché si basa sulla capacità futura di avere dei maggiori profitti per l'azienda, viene fatta su stime e previsioni economiche che possono essere più o meno attendibili o che per cause impreviste non si verificano.

Vi è pertanto una certa soggettività nel calcolo dell'avviamento che non può essere eliminata, poiché non si può avere certezza del futuro.

Proprio su questa incertezza si è riaperto il dibattito in ambito internazionale su quale sia il metodo migliore per imputare a costo l'avviamento. Si vedrà che l'avviamento acquisito può essere iscritto in bilancio e dovrà essere ammortizzato, come un qualsiasi bene utilizzato nella produzione dei ricavi, oppure assoggettato a *impairment test*, cioè verificato il suo valore iniziale.

Valutare l'avviamento quindi è come valutare l'azienda nel futuro, cioè valutare le capacità dell'azienda nel saper mantenere i maggiori redditi, considerando l'evolversi dell'ambiente esterno nella quale opera.

Capitolo 1

L'AVVIAMENTO

1.1 Premessa

L'avviamento, che in questa prima parte si cerca di presentare nei suoi molteplici aspetti, è molto di più di un semplice surplus che si paga quando si acquista un'azienda.

Il motivo stesso per cui un'impresa è disposta a pagare un'azienda di più del suo valore puramente economico è dovuto al fatto che questa racchiude in sé un avviamento, un qualcosa che rappresenta una parte dell'azienda ma che difficilmente si potrà trovare nei suoi libri contabili.

Ecco allora che l'avviamento acquisisce un valore reale, un valore che si può determinare e toccare con mano, un valore che è tanto difficile creare quanto mantenere, un valore che è dovuto a tanti aspetti imprenditoriali e che è impossibile replicare o tantomeno dividere dall'azienda.

L'avviamento si potrebbe quasi definire come il collante che lega tutti gli elementi all'interno di un'azienda e che permette a questi di dare il massimo potenziale in termini reddituali.

Si cercherà di capire come l'avviamento sia mutabile nel tempo, come non sia un qualcosa di definito e costante ma, anzi, che varia continuamente.

Ne deriva che la valutazione dell'avviamento non può essere fatta in modo assoluto ma deve essere rapportata concretamente nel tempo in cui si redige.

In questa prima parte non analizzeremo come si determina il valore dell'avviamento, cioè quanto vale per un'azienda nel momento considerato, per l'esposizione di questo capitolo prenderemo il valore come un dato di fatto, se esiste

l'avviamento, questo avrà un suo valore, che potrebbe anche essere negativo, cioè un *badwill*.

Si analizzerà la rappresentazione dell'avviamento nel bilancio d'esercizio e come ci sia differenza tra i principi contabili nazionali e internazionali, oltre ai principi statunitensi, e si affronterà la disciplina fiscale, aspetto di non poco conto, che molte volte ha un peso rilevante nelle scelte di chi redige il bilancio d'esercizio.

1.2 Come definire l'avviamento

Il concetto di avviamento si potrebbe riassumere brevemente, come estrema sintesi, quale differenza tra il valore di un'azienda e il valore dei singoli beni che la compongono.

Questa definizione però non può di certo bastare nel definire cosa è realmente l'avviamento, nel definire quello che come concetto labile e fumoso nella mente di tutti è il dar inizio, avviare propriamente detto l'azienda, definita come un complesso di beni atti a produrre un reddito¹.

Il dizionario, alla voce avviamento, riporta testualmente “*valore riconosciuto a un'azienda economica, sulla base di elementi quale il buon nome sul mercato, il volume degli affari, la clientela e sim.*”²

Già da questa semplice definizione si possono distinguere due primi concetti basilari: l'avviamento è un valore riconosciuto; l'avviamento dipende dagli elementi che compongono l'azienda.

La domanda che sorge spontanea è: l'azienda, che è formata da singoli beni valutabili economicamente in modo separato, può avere un valore maggiore della somma dei singoli beni che la compongono? E come definire questa differenza e da cosa è dovuta?

¹ L'art. 2555 del Codice Civile recita “*L'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa*”.

² N. ZINGARELLI, *Il nuovo Zingarelli. Vocabolario della lingua italiana*, Zanichelli, Bologna, 1987.

La risposta a queste domande, per nulla scontata, è che effettivamente l'azienda può avere un valore maggiore della somma dei singoli beni che la compongono, e questa differenza è detta propriamente avviamento positivo o *goodwill*.

Tuttavia non sempre l'azienda nel suo complesso ha un valore maggiore rispetto alla somma dei beni che la compongono, soprattutto in tempi di recessione economica è possibile riscontrare dei casi di aziende nelle quali la somma dei singoli beni, individuabili economicamente, vale di più dell'intera azienda.

In questo caso, la differenza riscontrata, è definita come avviamento negativo o *badwill*.

1.3 L'avviamento positivo o *goodwill*

L'avviamento positivo, da qui in poi detto semplicemente avviamento, è definito come la capacità di un'azienda a produrre maggiori redditi, utili o profitti rispetto a un'altra azienda, anche creata ex novo, tali da attribuire un maggior valore al complesso dei beni che formano l'azienda³.

Il Besta lo considera come il valore attuale dei maggiori utili che si formeranno, dato lo stesso capitale, nell'ipotesi di condizioni privilegiate e superiori a quelle medie nello svolgere la medesima attività o una simile⁴.

L'avviamento è quindi formato da una serie di fattori che concorrono a determinare la redditività dell'azienda.

Fattori immateriali propri dell'azienda, quale l'ubicazione, l'organizzazione, le qualità tecniche e morali del personale, l'esperienza accumulata, la tradizione produttiva, la clientela, il buon nome sul mercato, gli annosi rapporti con i fornitori, il credito nel mercato monetario e in quello finanziario e altri, che concorrono grazie alla gestione dell'azienda, in funzione del reddito della stessa, a formare un valore superiore

³ *Dizionario Enciclopedico del Diritto*, Edipem, Novara, 1979.

⁴ F. BESTA, *La Ragioneria*, Vallardi, Milano, 1920, libro vol. I.

del capitale posseduto dalla stessa rispetto a quello che normalmente può individuarsi in aziende simili⁵.

L'azienda pertanto può essere diversamente definita come la somma algebrica dei beni o elementi che compongono il suo capitale, oppure intesa come un aggregato efficiente atto al raggiungimento del fine per il quale è stato costituito, ossia l'attitudine al conseguimento di un reddito⁶.

Nello specifico però si ha un avviamento quando l'azienda avviata, grazie al suo sistema di operazioni e alla gestione perfezionata nel tempo, riesce a conseguire un reddito relativamente superiore a quello che può essere ottenuto da imprese simili sullo stesso mercato e non ugualmente avviate, o comunque, un reddito superiore rispetto al reddito considerato normale tenendo presente i capitali investiti⁷.

All'avviamento pertanto possono essere ricondotti una serie di fattori quali i brevetti, i segreti di lavorazione, i marchi realizzati, l'ubicazione della fabbrica o dei locali di vendita, le buone relazioni con la clientela oltre a quelle con il personale e ad altre ancora.

Il concetto di avviamento così definito risale già ai primi del novecento, se non anche prima, dove il *goodwill* era inteso come “*l'aspettativa di un profitto futuro*”⁸

⁵ P. ONIDA, *Trattato italiano di economia. 9: Economia d'azienda*, Unione tipografico-editrice torinese, Torino, 1960.

⁶ L. GUATRI, *L'Avviamento d'Impresa*, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1957.

⁷ T. D'IPPOLITO, *L'avviamento: La valutazione delle aziende avviate e di quote-parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponibile fiscalmente*, Abbaco srl ed., Roma, 1963.

⁸ J.R. COMMONS, *Industrial Goodwill*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1919; l'autore oltre a dare un significato di goodwill coglie un aspetto molto importante dell'avviamento, definendolo fragile, cioè mutevole nel corso del tempo: “*Goodwill is the expectation of future profit, and whether it be the commercial goodwill of patrons and customers, or the credit goodwill of bankers and investors, or the industrial goodwill of laborers, it has its present market value, sometimes greater than the value of all the tangible property of the business. Indeed, without goodwill, the tangible property is a liability rather than an asset. But goodwill is fragile as well as intangible. It is not merely past reputation, it requires continuous upkeep through continuous repetition of service. It breaks down easily by deterioration, for it is built up on the most fragile of assets, the freedom of the will of patrons or workers. It cannot be wound up and allowed to run itself like a machine. It is not an exclusive monopoly protected by law like a patent right. It is not even a contract enforceable in law. It is just the intangible chance of making a contract if you can.*”

derivante da un buon avviamento dei rapporti con i clienti e i fornitori, con il personale, con le banche, tale che questi buoni rapporti potevano assumere un loro valore nel mercato in quanto accrescevano il valore dell'intera impresa, tanto che, tutti questi rapporti, se non ben avviati, erano intesi come una "responsabilità" piuttosto che come un punto di forza.

Considerato l'avviamento come quella condizione per cui il complesso dei beni aziendali vale più della somma delle parti che lo compongono, si vuole illustrare questa proprietà da un punto di vista matematico.

Come ripreso dall'Amaduzzi⁹, se si considera noto il valore attribuito all'azienda, C_l , quale somma dei singoli valori dei cespiti che compongono l'azienda e il suo capitale, e se altresì si conosce il valore dell'intera azienda, C_e , intesa come un unico bene capace di produrre un profitto, e dando per noto che C_e sia maggiore di C_l , si ha quindi

$$[I] \quad C_e > C_l$$

L'eccedenza del valore del capitale economico dell'azienda intera, in confronto al valore delle singole parti capitali che la compongono, indica di quanto l'insieme vale più delle singole parti.

Si consideri che l'insieme è il capitale e le parti sono componenti di capitale, ma poiché il capitale dipende dal reddito, l'incremento di valore capitale dell'insieme rispetto al valore capitale delle singole sue parti dipende dall'essere il reddito dell'insieme superiore alla somma dei redditi delle singole sue parti che cooperano alla sua produzione, parti di capitale e di lavoro.

Allora l'incremento di reddito dell'insieme, confrontato con la somma dei redditi di capitale e di lavoro che confluiscono all'insieme, è il reddito che spetta all'organizzazione, quale motore dell'impresa, senza la quale capitale e lavoro non sarebbero produttivi di alcun reddito.

Se si considera per nota la [I], la differenza fra C_e e C_l costituisce il valore capitale attribuibile all'avviamento che può definirsi, in considerazione al reddito che il capitale esprime, quella condizione per cui l'azienda (come complesso) produce un reddito superiore rispetto alla somma dei redditi delle parti che vi confluiscono.

⁹ A. AMADUZZI, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Unione Tipografico Editrice Torino, Torino, 1978.

Quindi, per avere $A = C_e - C_l$ bisogna che il reddito del complesso sia superiore alla somma dei redditi che capitale e lavoro avrebbero conseguito al di fuori del loro impiego nel complesso

$$[\text{II}] \quad R_c > R_1 + R_2$$

dove R_1, R_2 sono i redditi che lavoro e capitale avrebbero avuto fuori dell'impresa.

Per realizzare la [I], la condizione [II] implica che il ricavo lordo deve essere superiore alla somma dei costi, ivi compreso l'interesse sul capitale di terzi e di proprietà.

Cioè:

$$[\text{III}] \quad Q > C_1 + C_2 + \dots + C_n$$

dove $C_1 + C_2 + \dots + C_n$ rappresenta il costo economico-tecnico dell'esercizio.

Questa terza condizione esprime che l'impresa realizza il profitto, intendendo per profitto quanto del ricavo lordo resta dopo aver ripagato il costo economico-tecnico dell'esercizio (ivi compreso l'interesse sul capitale investito).

Definito l'avviamento come quella condizione per cui un complesso aziendale vale più della somma delle parti che lo costituiscono, dalle proposizioni sopra enunciate si può dedurre che, al verificarsi delle tre disuguaglianze, l'avviamento comincia ad avere un valore positivo.

Allora l'avviamento dell'impresa comincia ad avere valore positivo quando il reddito generato dall'impresa inizia a essere superiore al reddito normalmente prodotto dall'impiego di capitale, sia proprio sia di terzi, e di lavoro, cioè quando si genera un soprareddito.

Nel considerare l'avviamento positivo, tuttavia, non bisogna soffermarsi nella considerazione di un unico esercizio, bensì valutare la capacità economica dell'impresa a produrre maggiori profitti nel futuro.

Ben diversi, infatti, sono le nozioni di capitale di gestione e capitale economico d'impresa che i vari autori danno.

Con capitale di gestione si vuole intendere il capitale che serve per determinare il reddito d'esercizio, invece il capitale economico è inteso quale valore per valutare

l'azienda "come unità operativa in grado di fruttare redditi per una lunga serie di successivi esercizi".¹⁰

Queste due definizioni di capitale, infatti, potrebbero differire molto poiché la costruzione imposta dal legislatore per definire il capitale di gestione e il reddito d'impresa consegue una determinata finalità, anche e non solo per tutelare i terzi, che fa convergere all'interno del bilancio d'esercizio delle distorsioni, cioè delle valutazioni che non esprimono correttamente la realtà economica dell'azienda, come ad esempio l'ammortamento, che viene calcolato sul valore contabile del cespite e spesso utilizzando non tanto la vita utile del bene, quanto piuttosto il valore di ammortamento fiscalmente riconosciuto.

Queste distorsioni influenzano pertanto il valore del reddito dell'impresa, tanto da poter parlare di reddito civilistico/contabile e di reddito economico, quest'ultimo si basa sul valutare le attività e le passività dell'azienda in termini economici, senza distorsioni derivanti dalla disciplina fiscale.

L'utilizzo di queste due grandezze per calcolare rispettivamente quello che è il capitale di gestione e il capitale economico, fa sì che i due valori difficilmente coincidano, così che l'avviamento valutato come differenza tra il valore del capitale di gestione o capitale economico e il valore delle attività e passività presenti nell'azienda, considerate al loro valore contabile piuttosto che al valore attualizzato, porta a due risultati molto differenti tra di loro.

Allo stesso risultato si può pervenire se dal reddito aziendale rintracciato si calcola direttamente l'avviamento dell'azienda, differendo il reddito economico da quello contabile per le distorsioni presenti in quest'ultimo, anche i due valori dell'avviamento risentiranno di queste differenze, così che il valore dell'avviamento calcolato con il reddito contabile rischia di falsare le valutazioni degli investitori e di non rappresentare appieno la capacità dell'azienda di produrre redditi nel tempo.

L'avviamento è allora il valore economico del capitale nel produrre profitto economico nel lungo periodo, cioè dal capitalizzare i redditi che nel tempo saranno generati.¹¹

¹⁰ N. ROSSI, *Contributi allo studio del capitale-valore nelle imprese*, U.T.E.T., Torino, 1965; sulla definizione di capitale economico di impresa e dei fattori che lo costituiscono vedesi anche G. ZAPPA, *Il reddito di impresa*, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1950.

Secondo la *stakeholder theory*, la funzione obiettivo di un'impresa è quella di massimizzare il profitto economico, tuttavia questo non deve essere fatto solo nel breve periodo, ma in modo stabile e continuativo, con buone prospettive di profitto per il futuro.

Ciò è possibile se si genera valore per una gran parte d'interlocutori dell'impresa e non solo di alcuni, come può accadere nel breve periodo in cui si possono verificare delle asimmetrie informative del mercato e dei comportamenti opportunistici tali da poter massimizzare il profitto solo per una parte di azionisti o altri portatori d'interessi quali la direzione aziendale o i lavoratori, mentre nel lungo periodo le asimmetrie informative vengono assorbite dal mercato.

Le grandezze di periodo, impiegate a fini valutativi, sono astratte dalle contingenze degli specifici esercizi e sono proiettate lungo il periodo di pieno svolgimento di un progetto di creazione di valore.

Nel lungo periodo quindi la soddisfazione degli stakeholders è condizione necessaria alla mobilitazione delle risorse indispensabili alla realizzazione dei progetti strategici, e ciò non può essere frutto di asimmetrie informative.

Lo sviluppo del profitto economico di lungo periodo conduce a una nozione di valore più complessa, rappresentata dal valore economico del capitale e dell'avviamento.

Infatti, approssimativamente il capitale economico è ottenibile dalla capitalizzazione dei redditi che prospetticamente saranno generati, l'avviamento è il risultato della medesima capitalizzazione ma rapportata al solo profitto economico, cioè al soprareddito.

Il processo di capitalizzazione del flusso realizza una sintesi valutativa nella direzione del lungo periodo, da un valore flusso di periodo si passa a un valore capitale che incorpora la tendenza evolutiva dei flussi.

Si può ben notare a questo punto come l'avviamento sia radicato e presente nelle realtà aziendali, è diffuso negli elementi che compongono il capitale e il patrimonio dell'azienda e si concretizza nella capacità che ha l'unità produttiva nel conseguire

¹¹ A. BERETTA ZANONI, *Il valore delle risorse immateriali*, Il Mulino, Bologna, 2005.

redditi, la quale, però, è diversa per ogni mercato e per ogni impresa o realtà imprenditoriale che opera nel mercato.¹²

Ogni impresa è quindi la sintesi di una combinazione di fattori produttivi che sono organizzati dall'imprenditore, in modo più o meno efficace, con la sua attività e la sua intuizione.

È grazie alla capacità e alle scelte gestionali di questi che l'impresa è sorta, è riuscita ad affermarsi e difendersi nel suo mercato di riferimento.

Riassumendo, l'avviamento è un concetto astratto, immateriale, che comprende delle *best practices* ed è racchiuso all'interno dell'azienda, è quella parte invisibile che riesce a raggruppare i singoli beni dell'azienda e far sì che essi non siano produttori di un semplice reddito, bensì di un maggior reddito, un extra-profitto tale da far accrescere il valore commerciale dell'azienda nel suo insieme.

Infatti, l'Organismo Italiano di Contabilità nel principio contabile n. 24 ben definisce l'avviamento come *“l'attitudine di un'azienda a produrre utili in misura superiore a quella ordinaria, che derivi o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente ed idoneo a produrre utili.”*¹³

¹² S. MOGOROVICH, *Trasferimento d'azienda, la valutazione dell'azienda, il valore di avviamento, problemi legali e fiscali della cessione dell'azienda*, Buffetti Editore, 1990.

¹³ Nella bozza di revisione del principio contabile 24 viene rivista ed integrata la definizione di avviamento, infatti al punto 7, *“l'attitudine di un'azienda a produrre utili che derivino o da fattori specifici che, pur concorrendo positivamente alla produzione del reddito ed essendosi formati nel tempo in modo oneroso, non hanno un valore autonomo, ovvero da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù dell'organizzazione dei beni in un sistema efficiente.”* E ancora *“[...] l'avviamento rappresenta solo la parte [...] non attribuibile ai singoli elementi patrimoniali acquisiti di un'azienda ma piuttosto riconducibile al suo valore intrinseco, che in generale può essere posto in relazione a motivazioni, quali: il miglioramento del posizionamento dell'impresa sul mercato, l'extra reddito generato da prodotti innovativi o di ampia richiesta, la creazione di valore attraverso sinergie produttive o commerciali, eccetera.”*

I principi contabili internazionali, nell'International Financial Reporting Standard n.3 riferito alle aggregazioni aziendali, definiscono brevemente al punto 52 l'avviamento come *“un pagamento effettuato*

1.4 L'avviamento negativo o *badwill*

Finora abbiamo attribuito all'avviamento sempre un'accezione positiva, sopra si è definito l'avviamento come un maggior reddito, un extra-profitto dovuto all'organizzazione aziendale nel suo complesso che, con capitali simili ad altre imprese, riesce ad ottenere un reddito maggiore rispetto a quello normalmente previsto.

Non sempre, però, l'azienda riesce ad ottenere un maggior reddito, come sovente accade in periodi di crisi.

Si può avere pertanto un avviamento positivo o *goodwill*, oppure un avviamento negativo o *badwill*, in linea teorica si potrebbe avere anche un avviamento nullo.

L'avviamento negativo si ha quando l'impresa, intesa come aggregato, è così scarsamente efficiente che il suo valore è inferiore al valore corrente della somma dei singoli beni che la compongono.¹⁴

In questi casi si ha che il valore del capitale economico appare inferiore rispetto al valore corrente del patrimonio netto aziendale.¹⁵

Per parlare di avviamento negativo bisogna porre, come *condicio sine qua non*, la conveniente risanabilità dell'azienda, altrimenti l'azienda non avrebbe alcun valore economico e dovrebbe essere posta in liquidazione.

Infatti le aziende che sono in perdita in modo sistematico hanno una gestione non adeguata a remunerare i fattori produttivi di cui necessitano e, a volte, tantomeno un adeguato sostegno finanziario che soddisfi i fabbisogni aziendali in caso di scostamento tra entrate e uscite finanziarie.

Riprendendo dal concetto su esposto di *goodwill*, si potrebbe affermare che l'avviamento negativo per un'azienda si ha quando, attraverso la gestione caratteristica e le relazioni con gli operatori interni ed esterni (rapporti con i lavoratori, i clienti, i fornitori, rapporti con i finanziatori, ecc.), l'azienda non riesce a ottenere un profitto adeguato nel corso del tempo, o purtroppo consegue solo delle perdite.

dall'acquirente in previsione di benefici economici futuri derivanti da attività che non possono essere identificate individualmente e rilevate separatamente”.

¹⁴ L. GUATRI, *L'avviamento d'impresa, un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Antonino Giuffrè Editore, Milano, 1957.

¹⁵ N. ANGIOLA, *L'avviamento negativo*, Giappichelli Editore, Torino, 1997.

Se l'impresa non trova una soluzione per risanare la situazione e ottenere dei redditi maggiori nel futuro, l'azienda stessa, considerata come un complesso di beni, ha un valore complessivo minore del valore della somma dei singoli beni di cui è composta l'azienda.

Nel qual caso, la differenza che andrebbe a intaccare il patrimonio dell'azienda è appunto l'avviamento negativo o *badwill*.

L'acquisizione di un'azienda con un avviamento negativo di norma è un buon affare, infatti, si acquista a un prezzo favorevole dei beni che nel complesso valgono di più di quello che si sono pagati.¹⁶

Il verificarsi di tutto ciò a volte non è dovuto a un buon affare, bisogna valutare anche la possibilità di essere incorsi in degli errori, così l'IFRS 3 al par. 57 indica tra le possibili cause di errori:

1. la sovrastima di attività;
2. la sottostima od omissione di alcune passività, anche potenziali;
3. l'errata determinazione del costo del complesso aziendale.

Tuttavia l'azienda nel suo complesso, anche se in perdita, per il solo fatto di essere già funzionante, potrebbe avere dei valori immateriali positivi, è questa la teoria del *going concern value*¹⁷, che sarà affrontata in seguito.

1.5 Le caratteristiche dell'avviamento

L'avviamento si è inteso come un qualcosa d'intrinseco all'impresa, ma se si analizzano i bilanci delle imprese ci si accorgerà che non sempre l'avviamento è presente.

È il caso qui di richiamare un concetto base della contabilità: l'avviamento per essere contabilizzato nel bilancio di un'impresa deve essere acquisito a titolo oneroso.

¹⁶ F.RIZZATO, *Goodwill e IAS/IFRS nei bilanci dei gruppi quotati europei*, Egea, Milano, 2008.

¹⁷ G.ZANDA, M.LACCHINI, *La valutazione delle aziende*, G. Giappichelli, Torino, 1994.

Infatti, contabilmente, l'avviamento di un'azienda che nella sua evoluzione non è mai stata acquistata o non ha eseguito delle operazioni societarie straordinarie, quali una fusione o scissione, non avrà nel suo bilancio evidenziato il valore di avviamento.

Pertanto si può distinguere tra “avviamento originario” e “avviamento derivativo o derivato”.

L'avviamento originario non è altro che quello intrinseco di ogni impresa, cioè quello che sorge da una gestione aziendale efficiente e dall'organizzazione di tutti i beni aziendali oltre alle risorse umane, mentre l'avviamento derivato è la differenza tra il prezzo complessivo sostenuto per l'acquisizione di un'impresa e il valore corrente degli elementi patrimoniali attivi e passivi che la compongono.

L'avviamento derivato, cioè acquisito a titolo oneroso, deriva dall'acquisizione di un'azienda o di una partecipazione, oppure in caso di operazioni straordinarie tra imprese, come il conferimento d'azienda, la fusione o la scissione.

Tuttavia non bisogna fare l'errore di pensare che esistano due avviamenti, uno originario e l'altro derivato, poiché l'avviamento originario è una componente intrinseca di ogni azienda o impresa, anche se non visibile contabilmente, mentre solo quando questa è acquisita si potrà quantificare, anche contabilmente, il valore dell'avviamento originario che per l'acquirente è avviamento derivato.

Quindi, ci saranno imprese che potrebbero avere due avviamenti, uno originario e l'altro che deriva dall'acquisizione di un'azienda.

Contabilmente però solo il secondo ha un valore ben definibile (differenza tra il prezzo pagato e il valore dei beni dell'impresa) e quindi iscrivibile in bilancio.

Avendo ben presente quanto detto, per iscrivere l'avviamento in contabilità, esso deve rispettare certe caratteristiche:

- l'avviamento deve avere un valore quantificabile, incluso nel corrispettivo pagato per l'acquisizione di un'azienda o di un ramo d'azienda;
- l'avviamento deve essere costituito da oneri e costi a utilità differita nel tempo, cioè garantire dei benefici economici futuri;

- l'avviamento non deve avere vita propria indipendente dal complesso aziendale e non può essere considerato un bene immateriale a sé stante, oggetto di diritti e rapporti autonomi.¹⁸

1.6 Avviamento e imprenditorialità

Nel definire l'avviamento si è più volte evidenziato come esso derivi dall'organizzazione e dalla gestione aziendale che permette di ottenere dei profitti superiori nel tempo.

Tuttavia si è lasciato sottinteso come l'azienda sia riuscita ad arrivare a un grado di organizzazione e gestione dei beni aziendali, sia materiali che immateriali, tale da garantire all'azienda questi profitti superiori rispetto alle altre aziende.

Infatti, come ci si può immaginare, tutto quello che è possibile raggruppare come avviamento deriva dal saper fare impresa di chi ha avuto inizialmente l'idea e le capacità per rendere economicamente vantaggiosa quell'idea, in altre parole l'imprenditore.

L'imprenditore, meglio sarebbe dire le capacità imprenditoriali di chi guida l'azienda e lo scopo che essi perseguono¹⁹, è alla base dell'organizzazione e gestione aziendale che permette all'azienda di creare dei redditi futuri in misura superiore alle altre aziende.

È quindi la capacità di chi fa impresa, l'imprenditore appunto, a valorizzare l'azienda quale insieme di beni che a volte non hanno valore considerati singolarmente ma che, se considerati come insieme dei beni aziendali, acquisiscono valore.

¹⁸ Sul punto si veda quanto già anticipato in nota n.8.

¹⁹ S. SCIARELLI, *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1988, chiarisce come il fine dell'impresa altro non è che il fine dell'imprenditore e la "distinzione fondamentale tra l'azienda come fatto oggettivo, cioè come una realtà costituita da un coacervo di risorse e di potenzialità, e la stessa azienda vista come fatto soggettivo, ossia quale emanazione e strumento di una capacità imprenditoriale finalizzata verso certi risultati."

L'imprenditorialità, il saper fare impresa e la capacità di saper valorizzare il patrimonio aziendale, finché questo sarà in grado di garantire non solo dei profitti ma dei profitti superiori al normale, accrescono il valore dell'avviamento.

Allo stesso modo l'incapacità dell'imprenditore nel creare valore comporterà che il patrimonio immateriale dell'azienda sarà nullo o quasi, che potrebbe comportare non solo l'assenza di avviamento, ma addirittura ad avere un avviamento negativo.

Il patrimonio immateriale è un processo di creazione del valore aziendale che si sviluppa nel tempo e che è conseguenza diretta della gestione e organizzazione dei processi di acquisizione, produzione e vendita²⁰, di cui le abilità o capacità imprenditoriali e/o manageriali sottostanno.

Allora il saper acquisire le risorse, saperle trasformare in modo efficace ed efficiente, e saper vendere poi il prodotto finito sono aspetti che riescono ad accrescere il valore dell'azienda.

Volendo riprendere, invece, le tre aree in cui si formano le risorse immateriali²¹, patrimonio umano, patrimonio organizzativo e patrimonio relazionale, solo se si valorizzano queste tre aree, non necessariamente allo stesso livello, allora si potrà creare un valore superiore dell'azienda.

Se pur si può suddividere in aree di formazione, il patrimonio delle risorse immateriali non si deve pensare come qualcosa che possa essere diviso o disaggregato dall'azienda poiché è permanente il concetto di unitarietà del sistema aziendale.

Questo perché il sistema aziendale, che ha la capacità di generare flussi di reddito futuri grazie alle attività immateriali, è un sistema che si valorizza nel tempo.

Non si potrebbe, infatti, pensare che investimenti duraturi, fatti ad esempio nelle risorse umane, abbiano un valore di per sé attribuibile al di fuori del sistema aziendale cui si riferiscono.

Tuttavia gli stessi vantaggi competitivi di un'azienda non sono tali se col tempo possono essere replicati da altre imprese, se cioè possono essere imitati da altri sistemi organizzativi aziendali, così che il profitto creato da quello specifico vantaggio viene meno o diventa per così dire normale.

²⁰ G. BRUNI, *Analisi del valore. Il contributo dell'Activity Based Management*, G. Giappichelli Editore, Torino, 1994.

²¹ A. BERETTA ZANONI, *Il valore delle risorse immateriali*, Il Mulino, Bologna, 2005.

Altra cosa invece è la capacità imprenditoriale di saper integrare e implementare nell'organizzazione aziendale un sistema tale che sia in grado di valorizzare, generare e mantenere quei vantaggi competitivi che hanno creato un soprareddito.

Pertanto gli stessi vantaggi competitivi di un'azienda non sono tali se col tempo possono essere replicati da altre aziende, mentre è altro il vantaggio duraturo dovuto alla valorizzazione delle pratiche che portano a quello specifico vantaggio competitivo.

Il tempo è allora l'unico fattore in grado di valorizzare efficacemente il patrimonio immateriale creato dall'imprenditore in quel mix di risorse umane, organizzative e relazionali che caratterizza l'azienda, e l'avviamento è il valore che ben le rappresenta.

Se si considera che l'azienda cambierà nel tempo sotto la guida dell'imprenditore, e come tutti gli altri beni anche le risorse immateriali variano il loro valore, sia positivamente sia negativamente, l'avviamento ben individua il valore che le risorse immateriali saranno in grado di generare, cioè quei maggiori profitti attesi.

Se l'imprenditorialità sarà stata in grado di generare all'interno dell'azienda un processo tale da generare conoscenza allora le risorse immateriali presenti in azienda saranno in grado di garantire nel tempo un continuo valore positivo dell'avviamento.

Quindi, si può individuare un collegamento tra il valore dell'avviamento e l'imprenditorialità, che grazie all'organizzazione e gestione aziendale riesce ad ottenere dei maggiori profitti nel tempo e valorizza le risorse immateriali che altro non rappresentano se no l'avviamento.

1.7 I maggiori profitti che derivano dall'avviamento

Se come si è detto in precedenza l'avviamento deriva dalla capacità di un'azienda di creare maggiori profitti, rispetto a quelli normalmente attesi, ora si vuole cercare di capire da cosa dipendano questi maggiori profitti.

Proseguendo dal paragrafo precedente, in cui si è cercato di collegare l'avviamento all'imprenditorialità dei soggetti che fanno impresa, si vuole ora approfondire l'aspetto strategico che collega i maggiori profitti all'avviamento.

Volendo quindi capire come si collegano le risorse aziendali ai differenziali competitivi, cioè ai profitti economici derivanti dai risultati reddituali superiori a quelli

dei concorrenti, si può ipotizzare che, considerato un certo settore e un determinato periodo di valutazione, il valore di avviamento dipende dai vantaggi competitivi che l'impresa presume di possedere e sfruttare.

La posizione di vantaggio per l'impresa è data dalla specificità delle risorse di cui dispone e che sono riconducibili al patrimonio immateriale. Per patrimonio immateriale s'intende l'insieme delle risorse umane, delle risorse organizzative (intendendo la capacità di coordinamento tra le varie aree dell'azienda), delle risorse relazionali (cioè la reputazione aziendale e le relazioni instaurate con i vari *stakeholders*).

La posizione di vantaggio per l'impresa è data allora dalla massimizzazione del valore delle risorse componenti il patrimonio immateriale.

Considerando che alla base dei sopraredditi creati dall'impresa c'è la valorizzazione delle risorse immateriali, come definite sopra, l'analisi strategica delle stesse si può suddividere in tre fasi²²:

1. considerato il periodo di valutazione dell'avviamento dal quale si conseguiranno dei profitti superiori, si vuole analizzare la natura e la misura dei vantaggi competitivi che l'azienda possiede;
2. attraverso il patrimonio immateriale e le capacità intrinseche presenti in azienda si vuole analizzare le determinanti dei vantaggi competitivi;
3. analizzare il processo dinamico che ha permesso la realizzazione e il mantenimento del patrimonio immateriale identificato nella seconda fase e che può far sorgere nuovi elementi del differenziale competitivo.

Nella prima fase si analizza quali sono i vantaggi competitivi di un'azienda e si cerca di comprendere se tali vantaggi, che creano dei differenziali competitivi, giustificano il valore di avviamento calcolato.

²² A. BERETTA ZANONI, *Il valore delle risorse immateriali*, Il Mulino, Bologna, 2005.

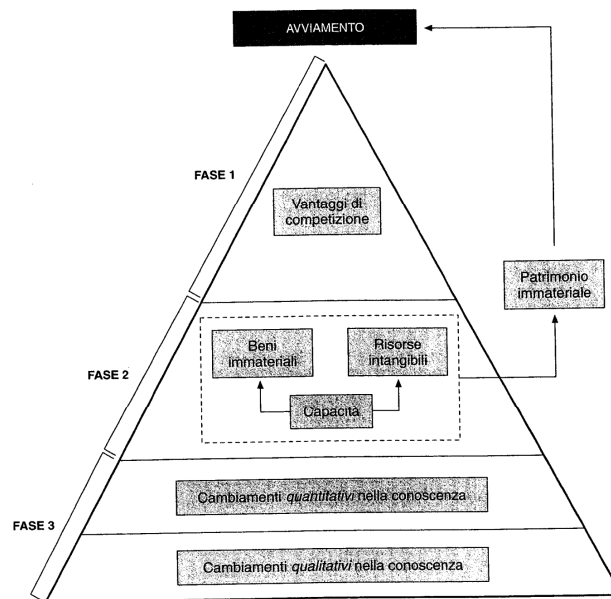


FIGURA 1. Schema d'analisi strategica delle risorse immateriali.

I vantaggi competitivi si possono a loro volta suddividere in tre elementi di base collegati tra loro: la natura del vantaggio competitivo, la sua misura e la sostenibilità nel tempo del vantaggio.

La natura del vantaggio competitivo può essere molteplice ma è sempre collegabile o a un vantaggio di costo o un vantaggio di differenziazione, nello schema VPC (valore, prezzo, costo) sono evidenziati questi vantaggi e il più delle volte si può capire come il vantaggio ottenuto da un'impresa deriva dalla percezione che i clienti hanno del prodotto, anche se le prestazioni sono simili per non dire uguali a quelle dei prodotti concorrenti, oppure esista un semplice vantaggio di costo quale potrebbe derivare da delle economie di scala.

Oltre a considerare quale o quali differenziali competitivi permettono all'azienda un determinato vantaggio, bisogna anche misurarli, cioè considerare quanto è importante quel differenziale.

La misurazione del differenziale originante il vantaggio competitivo dipende principalmente da due variabili: il numero di soggetti economici coinvolti e l'impatto che l'offerta ha su ogni singolo soggetto economico. Tali variabili dipendono a loro volta dalla struttura aziendale e dal suo livello competitivo nel mercato di riferimento che può caratterizzarne l'attrattività.

Il vantaggio differenziale può quindi essere raggiunto rompendo gli equilibri di struttura e competitività tra i soggetti di un determinato settore, in seguito a processi di cambiamento o innovazione, ciò può dunque aumentare il numero di acquirenti e migliorare l'impatto dell'offerta sugli stessi.

Brevemente per innovazione s'intende un cambiamento di un determinato elemento aziendale, come ad esempio la tecnologia o il settore di riferimento ecc., che può essere di tipo incrementale, mantenendo quindi un legame con il passato, oppure radicale.

Come terzo elemento del vantaggio competitivo che va analizzato è la sua sostenibilità nel tempo, se cioè il differenziale che permette un certo vantaggio può essere aggredito facilmente dai concorrenti e in poco tempo eliminato oppure, grazie all'innovazione, creare un cambiamento, anche radicale, degli assetti competitivi.

Anche qui come per la misura dipende molto dal settore in cui si compete e dal suo ritmo, ci possono essere settori lenti con strutture poco incline al cambiamento e bassa competitività, come settori o aree strategiche con ritmi veloci in cui la dinamica competitiva è accelerata e frequenti sono i cambiamenti innovativi che ridefiniscono l'assetto competitivo.

Nella seconda fase di analisi si evidenzia come le capacità, le competenze, collegano le risorse al differenziale, o meglio, "le capacità sono quell'insieme di conoscenze applicate che consentono all'impresa di svolgere i processi di trasformazione necessari all'elaborazione di un sistema d'offerta competitivo".

Le capacità possono essere distinte in capacità di base, che caratterizzano le tipiche attività aziendali e possedute da tutti i concorrenti, e capacità distintive che sono sviluppate in modo innovativo e che distinguono l'azienda dagli altri concorrenti.

Molto spesso i differenziali più significativi derivano da queste capacità, che sono la radice di ogni risorsa acquisita o sviluppata e resa proficua nell'attività dell'impresa, in questo senso, il differenziale nelle capacità genera il differenziale competitivo.

Le capacità sono risorse, ovviamente immateriali, che rendono produttiva ogni altra risorsa nell'economia dell'impresa, un flusso di informazioni e conoscenze che ha la finalità di rendere produttive tutte le altre risorse.

Il vantaggio generato in base all'azione, al modo in cui l'impresa sfrutta le proprie risorse e le capacità non sono altro che risorse che ne attivano altre e consentono il processo produttivo.

Riassumendo, la seconda fase di analisi evidenzia come l'assetto strategico dell'azienda è il risultato del combinarsi di elementi strutturali con elementi interni o risorse, tra le quali spiccano le capacità che permettono di attivare tutte le risorse verso un fine comune.

Proprio analizzando queste capacità si comprende come il differenziale competitivo deriva in ultima analisi dal differenziale tra le capacità, intese come lettura strategica del patrimonio immateriale, manifestandosi nei beni immateriali e nelle risorse intangibili, intendendo per beni immateriali quei beni autonomamente valutabili e facilmente riconoscibili all'interno dell'azienda e per risorse intangibili l'insieme delle capacità organizzative, delle relazioni con gli stakeholders, della reputazione dell'azienda.

Nella terza fase si analizza come il patrimonio immateriale si evolve nel tempo, infatti, ogni impresa avrà in un dato momento una certa configurazione di risorse, tra cui le capacità, che successivamente nel tempo si modificheranno poiché si attivano dei processi di cambiamento tali da creare dei differenziali nelle capacità.

I processi di cambiamento che si attivano implicano un cambiamento nella struttura della conoscenza (tecnologica o manageriale) o nella struttura dei rapporti con l'esterno, da ciò si comprende che alla base della formazione delle risorse immateriali c'è sempre una modificazione nella conoscenza disponibile.

Si può ben intuire allora che la variabile temporale influisce notevolmente sui profitti economici e quindi sul valore dell'avviamento in quanto le risorse attuali potrebbero essere collegate ai vantaggi competitivi attuali ma anche futuri.

Infatti, non tutte le risorse produttive possono essere collegate direttamente ai differenziali competitivi di un modello strategico, ma potrebbero esserlo in futuro, così come i beni economici assumono un significato, una funzionalità in base ai benefici futuri.

Tuttavia, se per i beni di natura fisica e materiale è più semplice individuare la loro funzionalità anche al di fuori del modello strategico in cui sono impiegati, per le risorse immateriali è più difficile valutare la loro funzionalità e collegare tali risorse al profitto economico atteso, l'avviamento appunto.

Nel valutare l'avviamento in un periodo preso a riferimento, si potrà pertanto riscontrare un capitale immateriale composto dalle risorse che sono collegate al differenziale competitivo.

1.8 La rappresentazione nel bilancio d'esercizio

L'avviamento, come definito in precedenza, è quindi una voce immateriale presente in ogni impresa, tuttavia la sua rappresentazione nel bilancio d'esercizio è limitata a dei casi concreti, ben definiti dai principi contabili e dalla legge.

Infatti non ci si deve stupire se analizzando il bilancio di una impresa neo costituita non si trova la voce avviamento, tantomeno in una azienda ben avviata presente nel settore in cui opera da molto tempo.

Per valorizzare in bilancio l'avviamento, come accennato anche nel paragrafo 1.5, bisogna che questo sia stato acquisito a titolo oneroso, cioè pagato da un'impresa, quindi solo nel caso di operazioni societarie si potrà evidenziare l'avviamento.

Questo è dato dal fatto che l'avviamento originario, cioè quello generato internamente, non è ammesso che sia valutato ed esposto tra i beni immateriali dell'impresa, pur tuttavia essendo presente in quasi tutte le aziende.

Il motivo di quanto detto risiede in prima analisi dal fatto che il codice civile all'art. 2426 n. 6 ammette l'iscrizione dell'avviamento solo "*se acquisito a titolo oneroso*".

Nella nostra legislazione come in altre non è consentito iscrivere tra l'attivo del bilancio l'avviamento originario, ciò perché il bilancio non ha la funzione di rappresentare il valore dell'azienda a valori attuali di mercato, valutazioni in tal senso anticiperebbero gli utili sperati futuri al momento della valutazione rendendolo incompatibile con la misurazione dell'utile realizzato²³.

Inoltre l'avviamento originario, proprio per la sua difficoltà e incertezza di valutazione, rischia di prestarsi troppo facilmente al pericolo di abusi, violando così il principio di prudenza²⁴ che sta alla base della redazione del bilancio d'esercizio.

La voce avviamento del bilancio d'esercizio pertanto espone solamente l'avviamento derivativo, cioè quello acquisito a titolo oneroso, l'unico che possa essere iscritto in bilancio.

Già il vecchio art. 2427, 1° comma del c.c. stabiliva che "*l'avviamento può essere iscritto nel bilancio soltanto quando è stata pagata una somma a tale titolo*

²³ G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, UTET, Torino, 2000.

²⁴ Il codice civile richiama espressamente tale principio nell'art. 2423-bis Principi di redazione del bilancio, comma 1, punto 1).

nell'acquisto dell'azienda alla quale si riferisce e per un importo non superiore al prezzo pagato”.

Questa formulazione sembrerebbe stabilire che l'unico avviamento iscrivibile in bilancio sia quello derivante da una compravendita, tuttavia questa formulazione già prima della riforma era sorpassata dalla dottrina che ammetteva anche la permuta e il conferimento d'azienda.

A tal proposito l'attuale art. 2426 n. 6 c.c. riporta l'espressione “*l'avviamento se acquisito a titolo oneroso*”, comprendendo pertanto non solo la compravendita, ma anche la permuta e il conferimento, oltre nei casi di fusioni e scissioni societarie.

Così i principi contabili nazionali, ma anche quelli internazionali e statunitensi²⁵, permettono la rilevazione dell'avviamento solo se acquisito a titolo oneroso.

Il principio contabile n. 24 emanato dall'OIC, riprende come primo punto il concetto di acquisizione a titolo oneroso quale discriminare per rilevare l'avviamento derivato rispetto a quello generato internamente.

Tuttavia non è sufficiente l'acquisizione a titolo oneroso per rilevare l'avviamento, infatti, oltre ad aver un valore quantificabile è necessario che sia recuperabile nel tempo, cioè che ci sia l'utilità di quel costo.

L'avviamento, che si può intendere come una qualità dell'azienda poiché non può essere separato dal complesso dei beni aziendali e considerato un bene immateriale a sé stante, per non essere iscritto a costo nell'esercizio di acquisizione bisogna che sia verificata la sua utilità, cioè che sussista effettivamente un maggior valore dell'azienda organizzata rispetto alla somma dei suoi singoli beni e che ci siano delle reali prospettive di reddito dell'azienda acquisita.

Qualora non si riscontri un'utilità di quel costo, sarebbe un errore rilevarlo come avviamento e quindi inserirlo tra l'attivo dello stato patrimoniale.

L'individuazione dell'avviamento tra le attività pertanto denota il rispetto di due requisiti essenziali: l'acquisizione a titolo oneroso e la possibilità di recuperare nel tempo il costo sostenuto.

²⁵ L'IFRS 3 e gli SFAS 141 e 142 permettono la rilevazione dell'avviamento solo in caso di acquisizioni aziendali e proibiscono la rilevazione dell'avviamento originario.

Non è corretto considerare avviamento i pagamenti eccessivi da parte dell'acquirente e gli errori di misurazione del costo del complesso aziendale perché non rispetterebbero i requisiti di cui sopra.

Se l'avviamento è dato dalla differenza tra il costo del complesso aziendale e il valore corrente o fair value netto delle attività acquisite, delle passività assunte e delle passività potenziali, è possibile riscontrare in questa differenza il valore dato all'abilità del management di ottenere maggiori profitti in futuro e i vantaggi organizzativi derivanti dall'unione delle attività ma anche errori in fase di valutazione e misurazione nonché la possibilità, da parte dell'acquirente, di aver realizzato un "cattivo affare".

Tuttavia non è semplice identificare gli elementi di cui sopra, cioè quantificare gli errori piuttosto che i vantaggi organizzativi, pertanto l'avviamento sarà la somma di tutti quelli elementi purché si possa riscontrare la possibilità e la capacità del complesso acquisito di ottenere dei benefici economici futuri.

L'avviamento quindi si rileva tra le attività dello stato patrimoniale, può essere considerato un investimento e capitalizzato, cioè un costo che darà i suoi benefici economici negli esercizi futuri.

1.9 Ammortamento e *impairment test*

Nell'individuare l'avviamento, tra i principi contabili nazionali e internazionali si possono individuare delle differenze tra il valore di avviamento e le caratteristiche per definirlo tale.

In particolare il nuovo IFRS 3 pubblicato nel gennaio 2008, introduce la teoria dell'entità che permette di rilevare anche gli interessi della minoranza non acquisita e quindi di far emergere l'avviamento nella sua interezza e non per la quota parte acquisita²⁶.

Il principio contabile n. 24, concorde con quanto scritto nel codice civile al n. 6 dell'art. 2426, prevede che l'avviamento sia ammortizzato in quote costanti, mentre i

²⁶ A. MONTRONE, *Aree di criticità nell'applicazione di alcuni principi contabili internazionali*, FrancoAngeli, Milano, 2008.

principi contabili internazionali ne prevedono l'*impairment test*, cioè la rivalutazione dell'avviamento a *fair value* per controllare se si può attribuire a esso lo stesso valore iniziale.

La differenza non è di poco conto, il legislatore prevede di ammortizzare obbligatoriamente l'avviamento perché considera che, col passare degli esercizi, l'organizzazione acquisita e la capacità di reddito che ne deriva impressa dal vecchio titolare viene via via sostituita nel tempo da quella dell'acquirente, così se il valore dell'avviamento permane o si accresce, quello dell'avviamento derivativo, il solo iscrivibile, decresce mentre si accresce quello originario, non rilevabile in bilancio.

Per i principi contabili nazionali l'avviamento va ammortizzato considerando la sua vita utile, tuttavia il legislatore pone dei limiti temporali fissando il periodo di ammortamento non superiore ai cinque esercizi.

La norma però lascia lo spazio a una valutazione ragionevole della vita utile dell'avviamento che, qualora superasse i cinque esercizi, permette l'ammortamento in un periodo superiore, ma comunque non oltre i venti anni²⁷, poiché è difficile fare delle previsioni per un periodo così lungo.

Il principio contabile nazionale n. 24, riprendendo in parte i principi internazionali, prevede che alla fine di ogni esercizio sia fatta un'attenta analisi sul valore residuo dell'avviamento, l'*impairment test*, svalutando il valore dell'avviamento qualora emergano delle riduzioni di valore dovute a mutamenti nei fattori e nelle variabili considerate al tempo dell'originaria rilevazione.

Viceversa, il principio internazionale IFRS n. 3 prevede che l'avviamento rilevato non deve essere ammortizzato bensì è verificato ogni anno, o con il verificarsi di eventi specifici, se esso ha subito delle perdite durevoli di valore (*impairment test*), secondo quanto previsto dallo IAS n. 36, è svalutato fino al suo valore equo o valore d'uso.

Lo IAS n. 36 riprende in parte i principi contabili statunitensi, nello specifico gli SFAS n. 141 e n. 142, i quali hanno modificato il sistema di verifica dell'avviamento, passando dall'ammortamento in un certo arco temporale all'*impairment test* annuale²⁸,

²⁷ La bozza di revisione al principio contabile n. 24 prevede ora un periodo di 10 anni.

²⁸ Lo SFAS 142 evidenzia come tra la fine degli anni novanta e gli inizi del 2000 si è giunti alla decisione di verificare il valore dell'avviamento rilevato tramite l'*impairment test*. Nel 1998 l'Accounting Board era giunto alla conclusione che il valore dell'avviamento doveva essere divisa in due parti, una

abbattendo così il valore di carico dell'avviamento nella misura in cui il suo valore economico è inferiore a esso.

Sia i principi contabili internazionali che quelli statunitensi impongono di misurare almeno una volta l'anno il valore economico dell'avviamento acquisito a titolo oneroso al fine di verificare se i valori contabili di carico in bilancio possano essere mantenuti o vadano svalutati.

Di norma si procede alla verifica dell'avviamento in sede di bilancio ma i principi internazionali impongono l'*impairment test* anche al verificarsi di determinate situazioni, quali possono essere la riduzione del valore di mercato dei beni, i danni fisici subiti dall'attività, riscontri di performance inferiori rispetto alle previsioni.

L'avviamento non è un *asset* intangibile autonomo e identificabile, pertanto il suo valore può essere misurato solo in modo indiretto, cioè riferendosi al valore dell'entità che ne beneficia, così nasce l'esigenza di segmentare l'attività aziendale in *business unit* in cui possa essere ragionevolmente allocato l'avviamento e monitorato indirettamente.

Infatti, gli SFAS americani definiscono le *reporting units* mentre lo IAS n. 36 identifica le *cash generating units*, che altro non sono che dei segmenti dell'attività aziendale o, seguendo i principi contabili internazionali, delle "unità operative che generano flussi di cassa" in cui può essere suddivisa l'azienda e allocato parte dell'avviamento per testare l'*impairment*, oltre che monitorare qualche altro *asset*.

Tra le *reporting units* e le *cash generating units* non sussistono grosse differenze, le prime identificano segmenti aziendali superiori rispetto alle seconde, nelle prime di norma si può individuare un business, sono disponibili delle informazioni tali che

soggetta ad ammortamento e una no, poiché questa scelta era quella che meglio rappresentava la natura dell'avviamento acquisito. Anche se ben accolta dalle associazioni industriali, questa soluzione si prestava ad una forte critica poiché lasciava troppo spazio ad una valutazione soggettiva, facilmente contestabile e totalmente arbitraria, la divisione tra l'avviamento da ammortizzare e quello da non ammortizzare. Nel 1999 si era pertanto giunti alla decisione di ammortizzare in vent'anni l'avviamento, anche se questo non rappresentava correttamente il suo valore nel tempo. Si cercò allora un'alternativa che permettesse di valorizzare correttamente il goodwill senza incorrere in scelte troppo discrezionali. Nel 2001 fu presentata la proposta dell'*impairment test*, che poi fu ripresa anche dagli IAS-IFRS, che prevedeva di non ammortizzare l'avviamento e di controllare periodicamente, almeno una volta l'anno, il valore che in quel momento poteva essere attribuito all'avviamento precedentemente rilevato. Qualora si riscontrasse una perdita durevole di valore si sarebbe operato alla svalutazione dell'avviamento.

consentono di monitorarne la performance operativa e hanno una funzione manageriale a controllo dei risultati operativi, che pianifica e gestisce l'unità considerata.

Lo IAS n. 36, per l'*impairment test*, confronta il valore recuperabile e il valore contabile netto di una *cash generating unit* cui l'avviamento è stato allocato.

Il valore contabile netto di una *cash generating unit* è la somma algebrica di quello dei singoli *asset*, dell'avviamento e delle passività a essa allocati; qualora gli *assets* siano anch'essi soggetti a deperimento durevole, andranno sottoposti a *impairment test* e, se ne occorre il caso, svalutati prima di verificare il valore complessivo della *cash generating unit*.

Per quanto riguarda il valore economico su cui basare l'*impairment test*, lo IAS n. 36 riconduce tale parametro al valore recuperabile tramite l'uso continuato o la cessione sul mercato, infatti, il valore recuperabile è definito come il maggiore tra il valore d'uso e il prezzo netto di vendita.

Il prezzo netto di vendita, usato soprattutto quando vi è la dismissione dell'unità considerata, rappresenta il valore potenziale che si può realizzare alla data di valutazione cedendo la *cash generating unit* sul mercato, al netto dei costi diretti di dismissione.

Il valore d'uso, che invece è utilizzato in ipotesi di permanenza e continuità della *cash generating unit* all'interno dell'azienda, rappresenta il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi dall'uso degli *assets* inclusi nell'unità, compreso il suo valore ipotetico di cessione al termine dell'utilizzo.

L'*impairment test* quindi obbliga a svalutare l'avviamento quando il suo valore contabile iscritto in bilancio è maggiore al valore recuperabile, cioè il maggiore tra il valore netto di vendita dell'unità e il suo valore d'uso.

Qualora in un successivo periodo l'impresa riscontrerà che una perdita di valore rilevata per una *cash generating unit* è venuta meno, anche solo in parte, l'impresa non potrà ripristinare il valore iniziale dell'avviamento.

Questo perché l'accrescimento generato è attribuito all'avviamento interno e, per il principio contabile internazionale IAS n. 38, l'avviamento generato internamente non può essere rilevato.

1.10 La disciplina fiscale

In ambito tributario il valore di avviamento, iscritto in bilancio, sembra godere di una disciplina completamente differente rispetto a quella analizzata a partire dai principi contabili nazionali ed internazionali.

Il Testo Unico delle Imposte sui Redditi (decreto del presidente della repubblica del 22/12/1986 n. 917) all'art. 103 "Ammortamento dei beni immateriali" viene esplicitata la disciplina fiscale di riferimento per la deduzione del costo di avviamento, che non sembra essere collegata con la disciplina civilistica nazionale, tantomeno con i principi internazionali sulla redazione del bilancio.

Il comma 3, che disciplina il principio da applicare per chi redige il bilancio seguendo i principi contabili nazionali, cioè tramite l'ammortamento del valore di avviamento rilevato, enuncia così: *"Le quote di ammortamento del valore di avviamento iscritto nell'attivo del bilancio sono deducibili in misura non superiore a un diciottesimo del valore stesso"*.

La normativa fiscale quindi è slegata da quello che è il principio civilistico il quale prevede l'ammortamento dell'avviamento acquisito a titolo oneroso, l'unico che può essere iscritto in bilancio, in cinque esercizi salvo diversa ragionevole valutazione da parte degli organi amministrativi.

Vi è pertanto un trattamento profondamente diverso per quel che riguarda il valore da attribuire all'ammortamento dell'avviamento per le due discipline: considerando i dettami del codice civile e quanto annunciato dai principi contabili nazionali, l'avviamento dovrebbe essere ammortizzato in un periodo non superiore ai cinque anni, per le ragioni esplicate nel precedente paragrafo, e solo casi eccezionali ne prevedono un periodo maggiore; la normativa fiscale al contrario impone un valore dell'ammortamento non superiore a un diciottesimo del valore complessivo dell'avviamento, cioè come se la durata minima del periodo di ammortamento fosse diciotto anni.

Questa discordanza tra T.U.I.R. e codice civile sembra dovuta solamente a un'esigenza da parte del legislatore di recuperare maggior gettito, non si spiegano altrimenti gli interventi che si sono susseguiti nel modificare la norma fiscale, avvenuti dal 1997 in poi.

Inizialmente il testo emanato dal legislatore (1986) ricalcava la normativa civilistica e prevedeva che la quota di ammortamento deducibile era pari a un quinto del valore dell'avviamento, in seguito, nel 1997 con la finanziaria per il 1998, tale quota fu elevata a dieci anni per poi passare nel 2005 all'attuale versione, un diciottesimo del valore²⁹.

Ancor più distante sembra la normativa di riferimento a chi applica i principi contabili internazionali per la redazione del bilancio d'esercizio.

Il comma 3-*bis* dell'art. 103 del T.U.I.R. richiama, proprio per quei soggetti che redigono il bilancio seguendo gli IAS-IFRS, il comma 3 dello stesso articolo, cioè la deduzione in quote non superiori ad un diciottesimo, anche se non è stato imputato a conto economico alcun valore.

Infatti, è il caso qui di ricordare che la deduzione dei costi come l'imposizione dei ricavi, seguendo le impostazioni dell'art. 83 del testo unico delle imposte sui redditi, segue il criterio di imputazione a conto economico, cioè non possono essere soggetti ad imposta i ricavi o dedotti i costi che non sono rilevati nel conto economico d'esercizio in sede di bilancio.

La deroga al principio di cui all'art. 83 è dovuta in quanto chi redige il bilancio secondo i principi contabili internazionali, procedendo con l'*impairment test* del valore di avviamento rilevato, potrebbe non svalutare a costo tale voce e quindi non imputare a conto economico tale costo.

Tuttavia la disciplina fiscale sembra essere molto rigida, sia per chi redige il bilancio con la normativa nazionale sia per chi segue i principi internazionali, impone la deduzione del valore di avviamento in non meno di diciotto anni, applicando un criterio insensato e scollegato con quello che potrebbe essere l'andamento reale dell'attività acquisita.

L'unica giustificazione che si può dare alla normativa fiscale è quella di impedire facili incrementi del valore d'avviamento, cioè la non corretta rilevazione dei valori reali degli *assets* acquisiti per incrementare il valore dell'avviamento, e la relativa

²⁹ Il comma 6, lett. b), dell'art. 21 della Legge n. 449 del 1997 elevò a dieci anni il periodo di ammortamento. L'art. 5-*bis* della legge n. 248 del 2 dicembre 2005 (conversione del decreto legge 30 settembre 2005, n. 203) aveva rideterminato la quota deducibile fiscalmente in un ventesimo del valore dell'avviamento, poi modificata in un diciottesimo con il comma 521, dell'art. 1 della legge 23 dicembre 2005, n. 266.

deduzione del costo in un periodo approssimativamente breve, cioè cinque esercizi, creando così un facile meccanismo per incrementare i costi deducibili e alleggerire il carico fiscale dell'azienda.

1.11 Conclusioni

Ogni azienda o impresa racchiude parte del suo valore in quello che si è definito avviamento, come se oltre ai beni che ha acquisito nel tempo avesse anche l'avviamento.

L'avviamento rappresenta quindi un elemento dell'azienda che cambia continuamente nel tempo, difficilmente è stabile e ha un valore mutevole.

L'avviamento, infatti, come si è descritto nel capitolo assume un determinato valore nel tempo considerato, ma se si analizza lo stesso avviamento in un altro istante, questo quasi mai avrà lo stesso valore.

Ciò a significare che l'avviamento creato dall'azienda è qualcosa di mutevole nel tempo, in quanto legato alle dinamiche economiche evolutive dell'azienda e del mercato nella quale opera.

Non a caso si è usato il termine creare, infatti, l'avviamento, che è legato quasi in simbiosi con l'imprenditore e al suo modo di fare impresa, è dovuto a una serie di fattori (come i rapporti con i soggetti terzi, il buon nome dell'azienda sul mercato ecc.) che non sono innati nell'azienda e tantomeno si coltivano da soli.

L'avviamento inoltre è strettamente collegato ai maggiori profitti dell'azienda, o meglio, i maggiori profitti creati da un'azienda accrescono il valore dell'avviamento.

Per mantenere l'avviamento bisogna creare delle condizioni tali che permettano a esso di rigenerarsi, di migliorarsi ed evolversi continuamente poiché, soprattutto nei mercati globalizzati, i concorrenti sono abili nel capire e copiare quali sono i fattori che portano ad avere dei maggiori profitti.

Così l'avviamento non racchiude solo quelle condizioni immateriali e indivisibili dell'azienda che le permettono di competere nel mercato garantendosi dei maggiori profitti, ma anche tutte quelle pratiche attuate per mantenere questa condizione.

Infatti, l'avviamento è sempre legato alla possibilità di avere dei profitti futuri, maggiore è l'attesa di profitti più alti, maggiore sarà l'avviamento che ci si attende.

Se l'avviamento è presente in ogni impresa o quasi, ben diversa è la sua possibilità di rappresentarlo dal punto di vista contabile.

Il valore dell'avviamento che si può rappresentare in bilancio è la differenza tra il prezzo pagato per acquisire un'azienda, o parte di essa, e il valore netto dei beni acquisiti.

Il maggior prezzo pagato, deriva dalla possibilità di avere maggiori profitti nel futuro, ciò perché esiste un avviamento nell'azienda acquisita o in una sua parte.

Vi è allora una differenza tra il valore economico dell'azienda e il valore che si ricava dai bilanci, tra quanto vale contabilmente e quanto vale l'azienda sul mercato.

Questa differenza, difficilmente colmabile, è dovuta al modo di rappresentare l'azienda, più propensa a valutare correttamente il reddito del singolo esercizio che il valore dell'intera azienda.

Così come diverso è il modo di valutare il contributo che l'avviamento acquisito dà al produrre il reddito dell'esercizio e di quelli futuri.

Per la normativa nazionale l'avviamento che si acquisisce viene man mano sostituito con l'avviamento prodotto internamente dall'imprenditore, perciò soggetto ad ammortamento, mentre i principi internazionali controllano che l'avviamento acquisito abbia ancora lo stesso valore (*impairment test*), indipendentemente dal fatto che si siano apportati modifiche o miglioramenti all'azienda.

Non è semplice affermare quale delle due normative rappresenta al meglio l'avviamento poiché i casi che si possono verificare sono molto differenti tra di loro: se immaginiamo l'acquisizione aziendale di un business che si va a integrare con quanto fa l'impresa, piuttosto di un'acquisizione totalmente estranea a quanto produce l'acquirente, in un caso si potrà affermare che ci potrebbe essere un effettivo cambiamento da parte dell'imprenditore acquirente, dall'altro caso non è così semplice la risposta.

Non bisogna dimenticarsi che le regole contabili sono fatte per rappresentare al meglio i valori dell'azienda lasciando bassi margini discrezionali all'organo che redige la contabilità per evitare qualsiasi distorsione rappresentativa nel bilancio d'esercizio.

L'avviamento quindi racchiude in sé una serie di pratiche che permettono all'azienda di aver dei maggiori profitti, tuttavia, quando vi è l'acquisizione di un'azienda e quindi l'avviamento assume un valore certo in bilancio, non è semplice quantificare quanto dell'avviamento acquisito ha concorso al maggior reddito creato.

Capitolo 2

LA VALUTAZIONE DELL'AVVIAMENTO

2.1 Premessa

Dopo aver cercato di spiegare cosa è l'avviamento, il problema successivo è valutarlo, trovare cioè un modo per valorizzare l'avviamento all'interno dell'azienda.

Infatti, se l'avviamento è una parte, anche se pur invisibile, dell'azienda è importante sapere quanto vale per poter intuire a quanto ammontano i sopraredditi che può creare e per quanto tempo.

Tuttavia sono i sopraredditi presenti in un'azienda a far presumere la presenza di un avviamento, e tramite questi si può calcolare il suo valore.

Come si analizzerà nel capitolo, la valutazione dell'avviamento non è mai fatta in modo a se stante rispetto alla valutazione aziendale, infatti, si è sempre analizzato e calcolato il valore dell'azienda e solo tramite lo studio sempre più approfondito di questo si è iniziato a calcolare, a volte anche in via autonoma, il valore dell'avviamento.

Così come non si può dividere l'avviamento dall'azienda, non si può valorizzare l'avviamento senza calcolare il valore dell'impresa, come a connotare che le due cose, pur essendo distinte tra loro, sono inseparabili.

Per questo si cercherà di analizzare le metodologie più diffuse e maggiormente utilizzate, e anche accettate, per valutare le aziende e come queste sono in grado di valorizzare anche l'avviamento.

2.2 Interconnessione tra la valutazione dell'azienda e la valutazione dell'avviamento

Come riprendono i principi contabili nazionali e internazionali, il valore dell'avviamento è dato dalla differenza tra il valore dell'impresa nel suo complesso e il valore complessivo dei singoli beni che compongono l'impresa.

La valutazione dell'avviamento è allora una grandezza che deriva in via indiretta dal valore che assume l'intera azienda e non da un valore identificabile *ex ante* definito avviamento.

La valutazione dell'avviamento sembrerebbe quasi secondaria alla valutazione dell'azienda, se per valutare l'avviamento si deve *in primis* valutare l'azienda nel suo complesso, che importanza può avere l'avviamento essendo una diretta conseguenza della valutazione d'azienda?

Tuttavia l'avviamento, per quanto detto nel capitolo precedente, è una voce che racchiude in se una moltitudine di significati, ha un valore variabile nel tempo e tanto maggiore è il suo valore tanto si presume buona la posizione dell'azienda nel mercato e la capacità di conseguire sopraredditi nel tempo.

Infatti, se si considerano due aziende, Alfa e Beta, che hanno lo stesso valore economico ma, a *ceteris paribus*, Alfa ha un valore di avviamento maggiore rispetto a Beta, si potrebbe quasi affermare che Alfa è migliore di Beta.

Si vedrà in seguito che l'affermazione suddetta non è propriamente vera, ma di certo si può affermare che l'avviamento, essendo un tutt'uno con l'azienda, potrà assumere un determinato valore solo in base alle caratteristiche stesse che ha l'azienda, come a dimostrare che il valore dell'avviamento derivi dal valore dell'azienda.

Allora bisogna indagare i metodi di valutazione dell'azienda per trovare quale esprime meglio il valore dell'avviamento, quale metodo cioè riesce a rappresentare più correttamente l'avviamento.

Esistono vari metodi per valutare un'azienda, in base ai fattori cui si vuole dare maggiore importanza (il reddito, gli *assets* presenti o i flussi finanziari futuri), tuttavia, questi metodi scontano la soggettività di chi opera la valutazione e la contingenza del momento storico in cui si valuta l'azienda, per non parlare della forza contrattuale che possono avere le parti interessate.

Inoltre è da ricordare che l'avviamento, per chi non applica i principi internazionali, può essere iscritto solo quando è acquisito a titolo oneroso, ciò comporta che l'avviamento andrà valutato sempre insieme all'intera azienda e andrà iscritto come una parte degli *assets* presenti in essa.

Potrebbe essere proprio per questo che non si dà un forte credito alla valutazione autonoma dell'avviamento, o meglio a un metodo di valutazione dell'azienda che comprenda in se una metodologia per calcolare l'avviamento.

Sembra riduttivo che il valore dell'avviamento si scorpori dal valore dell'azienda, quale mera differenza tra il valore complessivo dell'azienda e la somma dei valori dei beni attivi e passivi che la compongono.

Di recente si è tornati a discutere sull'esigenza di far emergere in alcuni bilanci aziendali il valore dell'avviamento intrinseco¹, cioè quello costituito internamente e che non è rappresentato in bilancio, proprio per meglio valutare l'azienda e compararla con altre realtà a livello globale.

Dar evidenza dell'avviamento interno, anche se potrebbe portare a una valutazione aziendale complessiva anche in momenti diversi da quelli cui si è abituati normalmente, dovrà far riflettere sull'esigenza di poter valutare in via autonoma l'avviamento, cioè come un vero e proprio *asset* che ha un suo valore ben determinabile.

La maggior difficoltà che s'incontra è quella che non esiste la possibilità di dividere l'avviamento dall'azienda e non esiste nemmeno un mercato di riferimento su cui poter confrontare i valori assegnati.

Sarebbe pertanto come cercare una formula che possa determinare un valore ma senza aver una prova che il valore trovato sia corretto, in quanto, non vi è alcun mercato in cui può essere confrontato.

Rimarrebbe pertanto un puro esercizio di stile che trova ragione solo se confrontato con il valore dell'intera azienda e dei suoi singoli beni, come a dire che alla fin fine l'unico confronto possibile per valutare l'avviamento è di valutare il valore dell'intera azienda e confrontare solo quest'ultimo con quelle che sono le indicazioni del mercato.

¹ M. BINI, "Misurare gli intangibili formati internamente per migliorare l'impairment test dell'avviamento", in *La valutazione delle aziende*, 2013, n. 69.

Allora se per indagare il valore dell'avviamento dobbiamo trovare il complessivo valore dell'azienda, che senso avrebbe distinguere i due valori, cioè perché parlare di valutazione dell'avviamento se *in primis* si valuta l'azienda?

Semplicemente perché l'avviamento è una parte dell'azienda, solo che questo non potendo essere diviso dalla stessa azienda e non avendo un suo mercato autonomo di riferimento, non può essere valutato singolarmente *ex ante* dal valore dell'azienda.

Che errore enorme farebbe chi trovandosi a valutare un'azienda non valuta anche il suo avviamento, o non prenda in considerazione il valore che potrebbe avere, certo ci può essere sempre un avviamento nullo o addirittura negativo, ma ciò comunque vorrebbe dire aver considerato e calcolato il valore che assume l'avviamento.

Ecco allora che valutare un'azienda implica anche valorizzare l'avviamento della stessa, stando molto attenti ad attribuire il corretto valore anche ai beni che la compongono, poiché sarebbe semplicistico affermare che un'azienda assume un alto valore solo perché detiene dei beni tecnologicamente avanzati, se poi la stessa non trova il modo di sfruttare questi beni sul mercato facendoli diventare delle fonti di reddito o ricavandone dei flussi finanziari.

Nella pratica la valutazione dell'azienda (W) può essere idealmente calcolata²:

1. come un processo di capitalizzazione di redditi attesi, o di attualizzazione di flussi di cassa (metodo reddituale o metodo finanziario);
2. come la valutazione a prezzi correnti dei vari elementi attivi che compongono il capitale, al netto delle passività, e con una maggiorazione a titolo di goodwill (metodo misto patrimoniale/reddituale);
3. una versione ulteriore del secondo procedimento considera, in aggiunta ai tradizionali elementi che compongono il capitale, i beni immateriali.

Nel primo caso si ha un valore unico dell'azienda, non suddiviso nelle sue componenti (grafico 2.1); nel secondo caso si ha un valore composto, formato sia da valori attribuiti alle attività sia dal valore del goodwill; nel terzo caso oltre agli elementi delle attività si aggiungono i valori calcolati per i beni immateriali.

² L. GUATRI, *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, EGEA Spa, Milano, 1997.

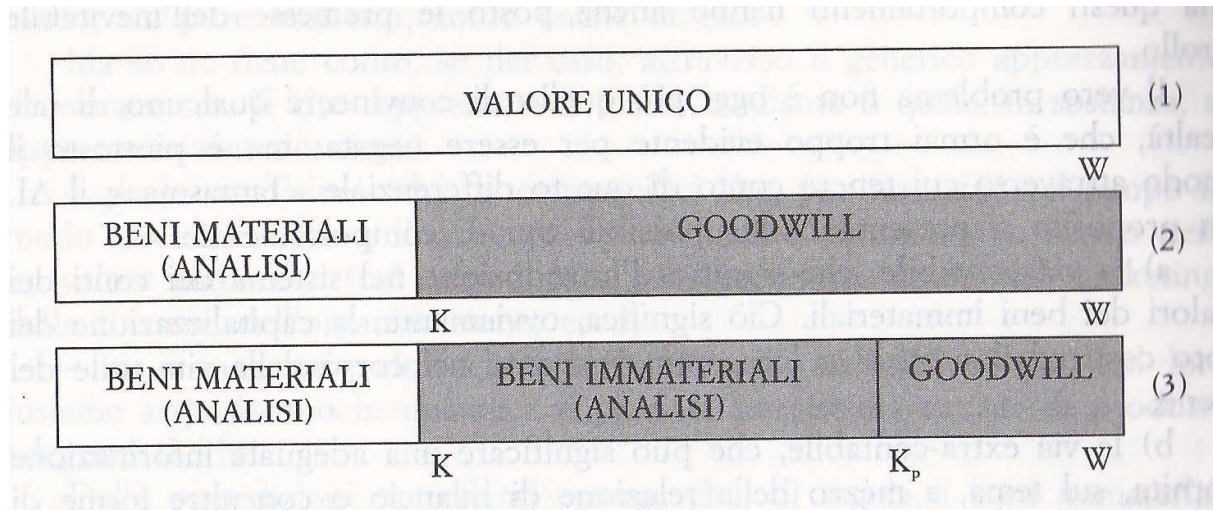


GRAFICO 2.1 Valore unico e valori scomposti in presenza di aziende redditizie.

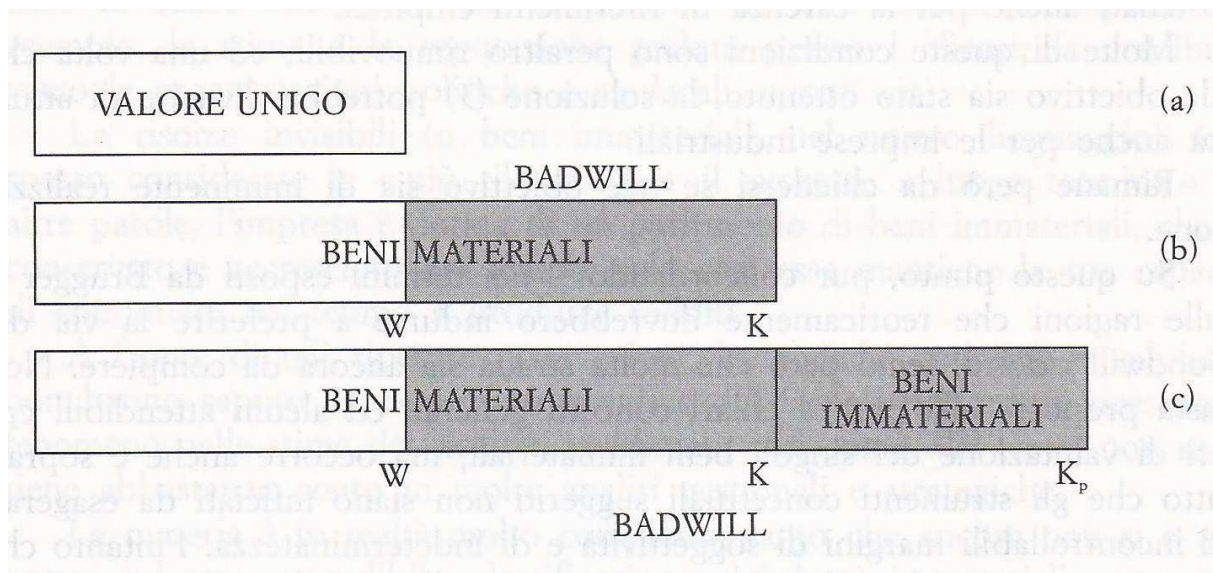


GRAFICO 2.2 Valore unico e valori scomposti in caso di aziende non redditizie.

Nell'ipotesi di aziende poco redditizie o in perdita, nelle quali il badwill sostituisce il goodwill, la situazione che si presenta è indicata nel grafico 2.2; il valore W attribuito all'impresa risulta nel caso (b), che esprime solo i beni materiali, ridotto dal badwill che assorbe parte del valore di tali beni; mentre nel caso (c) il badwill assorbe sia la parte dei beni materiali come nel caso prima sia il valore intero dei beni immateriali.

I casi (2) e (3) differiscono per l'opportunità di evidenziare in modo separato il valore dei beni immateriali, anche se questi rientrano tra la nozione di avviamento, si ha così un avviamento pieno e uno ridotto, poiché il primo incorpora il valore dei beni

immateriale; discorso simile si potrebbe fare nelle aziende in perdita, con la nozione di badwill pieno (caso c) e di badwill ridotto (caso b).

Anche se preferibile la scelta di evidenziare i beni immateriali presenti in azienda, e quindi evidenziare l'avviamento ridotto, a volte nella pratica si fa fatica a definire chiaramente i beni immateriali, per cui si tende a privilegiare l'avviamento pieno soprattutto nelle imprese industriali.

2.3 I diversi metodi di valutazione

Come accennato nel paragrafo precedente, esistono diversi metodi per valutare le imprese, alcuni condivisi dagli addetti e dagli organismi internazionali, altri meno.

Tutti i metodi di valutazione cercano di esprimere il valore dell'azienda partendo da una determinata caratteristica dell'impresa, come potrebbe essere la capacità di produrre redditi, oppure il valore del patrimonio che si è formato nel tempo, o ancora la capacità di generare flussi di cassa elevati.

Questi metodi, condivisi e condivisibili, sono utilizzati in base al settore in cui opera l'azienda, infatti, ogni metodo di valutazione aziendale, porta a dei risultati differenti nel valutare il valore complessivo dell'azienda, quindi si avrà che un determinato metodo di valutazione dell'azienda riesce a rappresentare meglio il valore della stessa, come ad esempio nel valutare le imprese immobiliari si preferisce utilizzare il metodo patrimoniale.

I vari metodi che si utilizzano per valutare le imprese, anche se alternativi tra di loro, proprio perché si basano sul fatto di dare maggior peso a un aspetto particolare dell'azienda, determinano risultati molto diversi tra loro.

Così la stessa impresa potrebbe avere un valore economico alto, se si valuta attraverso il metodo patrimoniale, e allo stesso tempo un basso valore se valutata con il metodo reddituale.

Questa differenza nasce dal fatto che si mettono a confronto due grandezze di natura differente, il patrimonio e il reddito, il primo rappresenta di norma un valore statico dell'azienda, mentre il secondo è un valore flusso, esso si genera ogni anno e può variare per molteplici condizioni interne ed esterne all'azienda e del settore in cui opera.

I due valori, anche se collegati come ben si sa, se considerati singolarmente mal rappresentano il valore dell'azienda, nel senso che non lo rappresentano appieno, non sono in grado cioè di far emergere, a volte, il valore complessivo dell'intera azienda che è rappresentata dal suo capitale economico in grado di generare un reddito nel tempo.

Infatti, solo nel caso di voler valorizzare capitale e reddito insieme si è in grado di percepire e valorizzare l'avviamento.

È il caso allora di analizzare i diversi metodi di valutazione dell'azienda, per capire i limiti e le virtù che hanno nel dare un valore all'avviamento, come si sia cercato di valorizzare l'avviamento in modo autonomo e le difficoltà che si riscontrano nel valutarlo.

2.4 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale semplice definisce il valore del capitale economico come l'espressione a valori correnti di tutti i cespiti presenti nell'azienda e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale, cioè il patrimonio netto rettificato a valori correnti:

$$W = K$$

Questo metodo si caratterizza per la semplicità e oggettività riscontrabile nella stima del valore del patrimonio aziendale, infatti, si valutano analiticamente i valori correnti di sostituzione dei beni e delle attività e passività presenti in azienda.

Tuttavia questo metodo non permette di verificare la presenza di un avviamento positivo o negativo e per questo è molto criticato.

Il metodo patrimoniale semplice ormai si considera superato, cioè non è più un metodo razionale per valutare l'azienda, anche se a lungo è stato difeso per la sua semplicità fino alla metà del secolo scorso, soprattutto in Europa.

Le prime scuole di pensiero europee a considerare questo metodo superato furono quella italiana e la scuola tedesca, che, all'incirca negli stessi anni, arrivarono a considerare superato il metodo patrimoniale.

In Italia il primo oppositore al metodo patrimoniale, sostenitore del metodo reddituale, fu Gino Zappa³ che già negli anni '20 del secolo scorso scriveva che *“gli investimenti d’impresa non hanno economicamente valore capitale che in quanto fruttano redditi”*.

E ancora: *“Le macchine di un’impresa manifatturiera non hanno valore, come immobilizzazioni, che in quanto trasformano date materie con profitto”*.

In Germania, quasi contemporaneamente a Zappa, la scuola di economia aziendale, che ha in Eugenio Schmalenbach il suo fondatore, fa del “reddito” un riferimento concettuale continuo⁴: *“Chi vuole acquistare un’impresa, ha un interesse economico rivolto solo ed esclusivamente ai proventi che dall’impresa nel futuro saprà ricavare. Anche chi vende deve rivolgere i suoi calcoli al futuro, se adotta una logica economica. Con la vendita dell’impresa egli non perde quello che ha ricavato dall’impresa nel passato, bensì quello che dall’impresa avrebbe potuto ricavare in futuro”*.

Anche qui gli oppositori al metodo reddituale sostengono una mancanza di chiarezza e dimostrabilità delle valutazioni, esigenze che sono meglio soddisfatte dal metodo patrimoniale.

Al metodo patrimoniale semplice, che non considera il valore dei beni immateriali presenti in azienda, si affianca il metodo patrimoniale complesso, che al contrario considera anche i beni immateriali⁵.

Il metodo patrimoniale complesso è definito di 1° grado quando valuta distintamente i beni immateriali, anche non contabilizzati in azienda, basandosi su delle stime di mercato, cioè si tratta di un prezzo corrente per i beni simili a quello specifico che s’intende valutare, come ad esempio il valore della licenza commerciale di un supermercato, o la “raccolta” di una banca.

Di norma non si dispone di un prezzo negoziato recente per quella specifica licenza o raccolta, tuttavia si possono avere indicazioni su prezzi incassati o costi sostenuti per beni simili a quelli considerati per caratteristiche quantitative e qualitative.

³ G. ZAPPA, *Il reddito di impresa*, Dott. A. Giuffrè, Milano, 1937.

⁴ P. E. CASSANDRO, *Sulle teorie aziendali di Eugenio Schmalenbach*, Alfredo Cressati editore-tipografico, Bari, 1941.

⁵ L. GUATRI, *Valore e “intangibles” nella misura della performance aziendale*, EGEA Spa, Milano, 1997.

Spesso si rende necessario adattare il prezzo alla specifica situazione analizzata, poiché non vi è omogeneità tra il bene specifico da valutare e i beni di cui si hanno informazioni.

A volte invece si hanno delle indicazioni sui prezzi dei beni simili che definiscono un minimo e un massimo entro i quali va contenuta la stima del bene, ma la scelta entro quei limiti dipende dall'accurata ponderazione delle caratteristiche del bene da valutare rispetto a quelli simili.

Il metodo patrimoniale complesso di 2° grado invece è utilizzato per valutare i beni immateriali che non hanno un prezzo di mercato, pertanto la stima si basa sul costo o sulla redditività dei beni, attraverso quattro possibili procedimenti.

Il primo procedimento è il costo di sostituzione o di riproduzione del bene, di generale diffusione, si basa sulla stima di quanto costerebbe oggi ricostruire da zero il bene, nell'ipotesi che esso non esistesse, ad esempio quanto costerebbe addestrare il personale qualificato e specializzato di un'azienda industriale, oppure quanto costerebbe affermare un prodotto di marca in termini di pubblicità e promozione.

Un secondo procedimento si basa sulla capitalizzazione di costi effettivamente sopportati, anche se questi non sono stati contabilizzati tra i cespiti nell'attivo dello stato patrimoniale in tutto o in parte (questo può succedere spesso nelle aziende che presentano un favorevole andamento economico).

Un altro procedimento di derivazione nord-americana è il cosiddetto costo della perdita o *cost of loss*, che esprime la stima di quanto sarebbero disposti a pagare i responsabili di un'azienda per riavere subito uno strumento operativo che è venuto improvvisamente a mancare.

Un quarto procedimento, infine, si basa sulla redditività attesa da un certo bene immateriale, come ad esempio il valore di marchi rilevanti che può essere stimato in base alle royalties ottenibili da terzi ai quali ne fosse concesso l'uso.

I metodi patrimoniali complessi si devono assumere come uno sforzo in più, rispetto al metodo patrimoniale semplice, di oggettivare la stima dell'azienda, legandola

per quanto possibile a specifici beni i cui valori sono calcolati con obiettività e suscettibili di controllo⁶.

L'obiettività e il controllo, nel caso dei beni immateriali, discendono dall'esistenza di contrattazioni per beni simili, quindi dal mercato, e perciò dotate di pieno significato e generalmente accettate dalla pratica.

Tuttavia per i metodi patrimoniali complessi di secondo grado, i riferimenti sono più incerti e l'identificazione dei beni immateriali meno precisa, ciò rende questo metodo poco utilizzato nella pratica, se non a volte congiuntamente ai valori definiti dal mercato per certi beni di particolare complessità.

Anche la stima patrimoniale complessa è quindi una valutazione non definitiva e parziale dell'azienda, è solo un'informazione che, insieme ad altre, concorre alla razionale composizione delle scelte finali in ordine a tale valutazione.

Anche se il metodo patrimoniale non ha valenza razionale, come scritto sopra si considera superato come metodo di valutazione aziendale, tuttavia l'informazione patrimoniale ha ancora significato.

Infatti, sul piano giuridico-formale è un'informazione necessaria poiché il valore unico che deriva dall'attualizzazione dei flussi deve essere scisso in una serie di attività e passività, come raccordo con il sistema contabile.

Nelle valutazioni che esprimono un unico valore globale per l'azienda, in seguito deve essere separato il risultato trovato nelle sue attività patrimoniali, le differenze che si riscontrano possono essere attribuite a plusvalenze o minusvalenze patrimoniali (anche per i beni immateriali presenti in azienda) o ad avviamento.

Lo stesso può essere riscontrato adottando il metodo misto patrimoniale-reddituale, ove la correzione reddituale deve essere tale da avvicinare il valore finale della stima con altri ottenibili attraverso dei procedimenti di generale accettazione.

Inoltre il metodo patrimoniale può assumere una nuova valenza qualora attribuisca, come si sta facendo da qualche anno, il giusto valore ai beni immateriali e alla dinamica del suo valore, senza però dimenticare che per valorizzare correttamente tali beni bisogna sempre fare riferimento ai flussi che creano.

⁶ G. BRUGGER, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 1985; A.M. FELLEGGARA, *I valori delle immobilizzazioni immateriali nelle sintesi di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1995.

L'informazione patrimoniale è allora sempre utile, non solo per dividere il valore complessivo dell'azienda trovato nelle sue parti, ma consente rilevanti informazioni e osservazioni, quali: la misura dell'avviamento, inteso come differenza tra valore globale dell'azienda e capitale netto investito; il valore dei beni immateriali e la loro dinamica nel tempo; interpretare la dinamica del valore dell'impresa, dal quale emerge senza dubbio anche la dinamica sull'avviamento; la determinazione del capitale proprio per ricostruire la struttura finanziaria dell'impresa e determinare il profilo del rischio e quindi la scelta del tasso di attualizzazione dei flussi; la misura del valore generato per comprendere se si crea o si distrugge valore.

Il metodo patrimoniale, anche se superato per la valutazione complessiva dell'azienda, diventa allora molto utile quale complemento di altri metodi valutativi, aiuta cioè a comprendere meglio la composizione aziendale e in questo modo anche l'eventuale avviamento rinvenibile in azienda.

Tuttavia tra gli oppositori e i sostenitori del metodo patrimoniale nasce negli anni '60 del secolo scorso quello che si può definire come un compromesso tra i due: il metodo misto patrimoniale-reddituale con la stima autonoma del Goodwill, tramite le attualizzazioni del sovrareddito per un periodo definito di tempo.

2.5 Il metodo reddituale

Il metodo reddituale, validamente accettato, pone in relazione il valore dell'impresa al reddito tramite una certa funzione, cioè nel metodo reddituale si ha che:

$$V_A = f(R)$$

dove V_A è il valore complessivo dell'impresa e R il reddito che l'impresa sembra in grado di creare tramite l'attuale complesso di beni.

Si può quindi facilmente affermare che il valore di un'impresa sia direttamente correlato ai redditi che essa è in grado di produrre, tanto maggiore sarà il reddito atteso, tanto più alto sarà il valore dell'impresa.

Ciò è facilmente intuibile, infatti, se si considerano due imprese con gli stessi beni e le stesse attività e passività, un'impresa potrebbe valere più dell'altra poiché sarà in grado di produrre un reddito più elevato.

Considerato valido il processo logico esposto sopra, è il caso di soffermarsi attentamente sul tipo di funzione che lega il reddito al valore dell'impresa e precisare i parametri che compongono tale funzione.

Il tipo di funzione che lega il valore globale dell'impresa al reddito è sempre una funzione di capitalizzazione, cosa ormai universalmente accettata, cioè si considera il valore dell'impresa quale somma dei valori attuali dei redditi futuri.

Tuttavia la funzione di capitalizzazione che è utilizzata per ricercare il valore dell'impresa può assumere una struttura differente, in base al fatto che si consideri una rendita di durata indefinita piuttosto che limitata nel tempo.

Nel primo caso, utilizzato spesso per la sua semplicità di calcolo, si considera che l'impresa possa generare il reddito assunto a riferimento per un periodo indefinito di tempo, o comunque per un periodo talmente lungo che la differenza di valori sarebbe minima.

Ciò è idealmente corretto, in quanto, l'impresa si suppone che possa produrre redditi senza limiti di tempo⁷, anche se ciò si discosta dall'attuale realtà, ma trova comunque una giustificazione nel fatto che oltre un certo numero di anni, i valori che si trovano applicando le due rendite, quella perpetua e quella annua posticipata di durata pari a n anni, hanno una differenza minima e trascurabile.

Nel secondo caso, infatti, se si considera un determinato reddito per un arco di anni prestabiliti, si può utilizzare la formula della rendita annuale immediata posticipata di durata pari a n anni, dalla quale si avrebbe che:

$$V_A = R \times [(1 + i)^n - 1] / [(1 + i) \times i]$$

Tuttavia determinare la durata temporale per un'impresa non è semplice, escluso i casi in cui si può cogliere un obiettivo limite temporale alla produzione del reddito (ad esempio le imprese concessionarie o quelle che hanno per oggetto lo sfruttamento di miniere o pozzi petroliferi).

Perciò si preferisce usare anche nella pratica la formula della rendita perpetua:

$$V_A = R / i$$

⁷ La vita di un'impresa si suppone senza limiti temporali, tuttavia esistono delle possibilità perché l'affermazione precedente non sia veritiera, basti pensare al cambiamento dell'ambiente in cui opera l'impresa o a crisi finanziarie, che anche se non portano all'estinzione dell'impresa ne rideterminano sicuramente il reddito.

Nel determinare la durata dell'impresa, meglio sarebbe dire del reddito, ci si pone anche il problema della distribuzione del reddito nel tempo, cioè di come esso si presenterà nel futuro (ad esempio: immediato o differito, costante, crescente o decrescente, ecc.).

Infatti, il reddito di un'impresa difficilmente è costante nel tempo, tanto più all'inizio di un investimento o in fase di start up, quindi nel momento in cui si valuta l'impresa, bisogna prestare attenzione all'andamento che il reddito presenterà per poi tradurlo nella formula matematica.

Sarà facilmente esprimibile matematicamente il reddito che si presenta differito nel tempo, mentre il valore di un'impresa con redditi altalenanti nel tempo comporta un calcolo matematico più complesso⁸.

Tuttavia nella pratica si preferisce non tener conto di queste possibilità e si assume l'ipotesi semplicistica di redditi immediati e uniformi, si cercherà poi di mitigare questa ipotesi nella scelta del saggio di capitalizzazione.

La scelta del saggio di capitalizzazione è probabilmente la variabile più difficile da assumere, cioè nel ricercarla bisogna tener conto del rischio d'impresa che esprime la probabilità di non conseguire i redditi presunti o di perdere in tutto o in parte l'investimento fatto.

Si può rintracciare un'espressione che pone in relazione il saggio di capitalizzazione con il rischio d'impresa, cioè:

$$i = s + k$$

dove i identifica il saggio di capitalizzazione, s il rischio d'impresa e k l'interesse che si ha dagli investimenti a rischio nullo o quasi, come possono essere gli investimenti in buoni del tesoro o il semplice deposito in un conto corrente bancario.

⁸ Per tener conto della distribuzione del reddito nel tempo si è soliti di norma moltiplicare il valore dell'impresa, trovato con l'adozione delle formule tradizionali, per un coefficiente costruito per tener conto della distribuzione del reddito nel tempo.

Questo coefficiente tiene conto sia del momento d'inizio della produzione del reddito sia della mancata uniformità del reddito nel tempo. Tuttavia il calcolo del coefficiente in oggetto presenta gravi incertezze e serie difficoltà.

Rintracciare quantitativamente i due parametri che identificano il saggio di capitalizzazione non è semplice, tanto più che il rischio d'impresa dipende da una molteplicità di fattori, per lo più esterni all'impresa e dalla stessa non controllabili.

Nella misurazione dell'intensità del rischio, infatti, bisogna tener conto innanzitutto della sicurezza politica e sociale dello stato nel quale si opera, va tenuta presente l'instabilità politica che potrebbe comportare a cambiamenti suscettibili di stravolgere le regole del mercato nel quale si opera, compresi i fenomeni monetari (si pensi ad aziende che esportano i loro prodotti e suscettibili ai cambi valutari).

Non solo il sistema politico e sociale nel quale si opera, ma anche la tipologia dell'attività svolta dall'impresa, oltre alla situazione patrimoniale e finanziaria della stessa, comportano dei rischi che vanno tenuti attentamente in considerazione.

Infatti, è da considerare il settore in cui si opera, il grado di concorrenza al suo interno, l'elasticità della domanda, la frequenza delle innovazioni tecnologiche e molti altri fattori che possono determinare un maggior reddito, ovviamente ogni fattore potrà assumere un grado differente in base al settore in cui si opera.

Anche la situazione patrimoniale e finanziaria devono essere considerate, in quanto, imprese che hanno grandi disponibilità finanziarie sono in grado di meglio sopportare periodi prolungati in assenza di redditi o con forti perdite⁹.

⁹ Se si considerano due imprese, A e B, identiche dal punto di vista del loro valore di avviamento e per ogni altro aspetto, con la sola eccezione della grandezza dei capitali investiti, si consideri che abbiano i seguenti valori specifici:

	A	B
<i>Reddito medio annuo prospettico</i>	20.000	20.000
<i>Distribuzione del reddito nel tempo</i>	Uniforme	Uniforme
<i>Grado di rischio corrispondente al tipo di attività svolto</i>	1,6 (peso 5)	1,6 (peso 5)
<i>Grado di sicurezza sociale</i>	1 (peso 1)	1 (peso 1)
<i>Situazione patrimoniale:</i>		
Attivo	220.000	360.000
Passivo	140.000	200.000
Netto	80.000	160.000

Della diversa situazione patrimoniale delle due imprese si può tener conto procedendo alla determinazione del loro valore globale. Ciò si spiega, molto semplicemente, dal fatto che a parità di condizioni, l'impresa B può reggere a un periodo sfavorevole degli affari meglio di quanto non possa A, può offrire quindi un maggior grado di sicurezza e tranquillità. Ammettendo questo principio, vuol dire che i saggi da assumere per la capitalizzazione devono essere diversi e pertanto il valore globale di B sarà maggiore del valore globale dell'impresa A.

Inoltre va tenuto presente lo stato giuridico in cui si trova l'impresa (amministrazione controllata, stato di liquidazione o fallimento) e analizzati i motivi per i quali si trovano in quel particolare stato.

Come si era accennato nel capitolo precedente parlando di avviamento negativo, non tutte le imprese che si trovano in liquidazione o in altri stati giuridici hanno avviamento nullo.

Infatti, l'assenza di avviamento non è determinata dallo stato giuridico in cui si trova l'impresa, ma sono da ricercare le cause che hanno portato a un determinato stato giuridico negli anni precedenti a quello in cui si è riscontrato il cambiamento, inoltre sono da approfondire le possibilità di poter ricavare dei redditi nel futuro da quelle imprese che al momento non sono produttive di reddito¹⁰.

Infine esiste sempre il rischio di eventi considerati eccezionali ma che possono manifestarsi, come crisi settoriali, che difficilmente sono prevedibili nel lungo periodo, oppure cambiamenti nei rapporti internazionali tra gli stati che possono portare a innalzamenti dei costi delle materie prime.

Nel valutare il saggio di capitalizzazione si dovrà tener presente dei vari rischi che possono verificarsi e alterare il reddito, costruire uno schema logico in grado di

Tuttavia a volte non si considera quanto detto sopra, escludendo le singole circostanze dell'azienda e considerando solo i fattori generali di rischio. Così facendo, non si tiene conto della situazione patrimoniale e pertanto i valori globali di A e di B sarebbero identici, con l'avviamento di A maggiore dell'avviamento di B: infatti, capitalizzando al saggio del 10% (si considerino i dati sopra esposti con un saggio di remunerazione dei capitali investiti a rischio nullo pari all'1%) il valore globale dell'azienda è pari a 200.000, identico sia per A sia per B; e se si deduce la misura del capitale netto si trova il valore dell'avviamento di A, pari a 120.000, e di B, pari a 40.000. Questo maggior avviamento potrebbe essere giustificato dal fatto che l'impresa A ottiene lo stesso reddito dell'impresa B pur avendo un capitale netto di soli 80.000.

L'osservazione fatta può essere realmente fondata, nel senso che l'impresa A ha, *ceteris paribus*, un avviamento maggiore dell'impresa B. Tuttavia ciò che non è dimostrato è la grandezza di questa differenza, perché l'avviamento deve essere 120 mila per A e solo 40 mila per B? Evidentemente perché si trascurano, nel calcolo del saggio di capitalizzazione, tutte le circostanze particolari d'impresa suscettibili di influire sul saggio di capitalizzazione.

¹⁰ Può succedere, infatti, che un'impresa non produca più redditi perché è in liquidazione ma che questo stato non sia dovuto a ragioni economiche, quanto piuttosto a ragioni estranee all'attività quali possono essere la mancanza di accordo tra chi governa l'impresa, oppure il venir meno di un socio, ecc.

quantificare il rischio aziendale, anche se spesso è indeterminato, tramite metodologie che abbiano un fondamento razionale.

Altra problematica da affrontare nella determinazione dei valori per il calcolo della valutazione d'impresa è la scelta del reddito da capitalizzare, cioè quale reddito considerare per valutare correttamente l'impresa.

Infatti, nel determinare il reddito di un'impresa se ne possono rintracciare almeno tre varianti che possono essere utilizzate¹¹:

- il reddito fiscale: utilizzato per calcolare le imposte, sconta di una serie di rettifiche adottate dal legislatore e molto spesso volte al solo intento di aumentare le entrate tributarie;
- il reddito contabile: molto spesso nella prassi è soggetto a “politiche di bilancio” che tendono a valorizzare alcune voci indeterminate al solo fine di accrescere il reddito o renderlo omogeneo nel tempo;
- il reddito economico: assume determinate ipotesi fondamentali per il suo calcolo, assomiglia al reddito contabile ma senza “politiche” volte a cambiare il reddito per un determinato fine.

I primi due valori non sono espressione di un indice dell'andamento economico d'impresa, proprio per i metodi con cui sono calcolati, mentre il reddito economico, l'unico che dovrebbe essere preso a riferimento¹², è di sicuro adatto a rappresentare tale indice proprio per la sua obiettività nel calcolo.

Nel piano pratico il reddito contabile di alcuni bilanci interni delle imprese, con i dovuti accorgimenti, può essere preso a riferimento per la capitalizzazione dei redditi.

¹¹ Nella pratica esistono anche altre definizioni di reddito che non sono state qui considerate perché di norma poco utilizzate per valutare l'azienda con il metodo reddituale. Tra queste vi è il reddito gestionale o risultato di gestione, che persegue l'obiettivo di un risultato di periodo indicativo dell'andamento della gestione, oppure il reddito depurato dagli effetti dell'inflazione, o ancora il reddito reale per l'investitore che misura il reddito di periodo come differenza tra il valore dell'azienda al momento finale t_1 e al momento iniziale t_0 , a tale importo si somma la misura del dividendo eventualmente distribuito nel periodo.

¹² Molto spesso, anche se erroneamente, il reddito fiscale è utilizzato dagli Uffici Finanziari, soprattutto per ragioni pratiche, per valutare l'azienda e calcolare le imposte che assumono tale valore come base imponibile.

Fondamentale importanza ha anche la scelta del reddito, se storico o futuro, da prendere a riferimento.

Ambedue le scelte presentano dei vantaggi e degli svantaggi: se il dato storico può essere preferito per la sua obiettività, va comunque analizzato se esistono delle cause eccezionali che l'hanno determinato, ma anche se le circostanze storiche si possono protrarre ancora nel futuro o quali nuove circostanze possono essere considerate per determinare il reddito futuro.

Si può allora affermare che il reddito da considerare per la valutazione dell'impresa è essenzialmente quello storico, ma con i dovuti accorgimenti sulle cause e circostanze che l'hanno determinato e che possono essere considerate valide anche per il futuro.

Il reddito da considerare è pertanto un reddito normale e medio, cioè un reddito che l'azienda è in grado di produrre stabilmente, privo di fattori eccezionali che possono averlo alterato sia in positivo sia in negativo.

Il metodo reddituale fin qui analizzato consente di attribuire un valore complessivo all'azienda nel suo insieme, l'avviamento quindi sarà la differenza tra il valore trovato e quello attribuibile al patrimonio aziendale, calcolato come illustrato con il metodo patrimoniale.

L'avviamento pertanto non è stimato in via autonoma, ma solo indirettamente quale differenza, tuttavia il metodo reddituale, proprio perché considera il reddito come base di partenza per il calcolo del valore complessivo dell'azienda, tiene conto anche di quella parte di maggior reddito determinata dall'avviamento.

Il metodo reddituale è quindi da preferire a quello patrimoniale, perché considerando il reddito, si tiene conto anche del possibile avviamento che c'è nell'impresa, anche se questo non è valorizzato autonomamente.

2.6 Il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma dell'avviamento

Il metodo di valutazione misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del *goodwill*, molto usato fin dagli anni sessanta del secolo scorso, soprattutto in Europa¹³, è considerato un buon metodo di valutazione soprattutto per le piccole e medie imprese.

Questo metodo, almeno da un punto di vista formale, fa parte della categoria dei metodi valutativi analitici¹⁴, come il metodo patrimoniale semplice e quello complesso, e si contrappongono ai metodi sintetici, come quelli reddituali e finanziari.

Inoltre non tutti i metodi misti prevedono la stima autonoma dell'avviamento, come ad esempio il metodo del valore medio che è un procedimento valutativo con il quale si calcola la media aritmetica tra il valore del capitale netto rettificato e l'attualizzazione dei flussi di reddito.

Nei metodi misti si cerca di unire insieme il metodo patrimoniale, che come si è detto in precedenza non è sufficiente da solo a individuare il valore dell'impresa, con il metodo reddituale, che in questo caso è utilizzato per calcolare il valore dell'avviamento.

Con il metodo misto si cerca di dare un valore all'azienda prendendo come punto di partenza ciò che è il complesso aziendale, il patrimonio, e ciò che esso è in grado di

¹³ Era denominato come "il metodo UEC", per ricordarne la formulazione e la raccomandazione espressa fin dal 1961 in uno storico libretto *dell'Union Europeenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (la prima edizione italiana era del 1963). Un metodo simile, denominato *Excess Earning Method*, era utilizzato fin dal 1920 dal Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

Questo metodo era presentato a volte come esclusivamente europeo, anche se noto e applicato negli Stati Uniti, in Giappone e in altre parti del mondo, senza alterarne le basi teorico-concettuali, ma con alcuni adattamenti e peculiarità. Tuttavia era un procedimento molto più accreditato in Europa che altrove. Negli Stati Uniti era considerato un metodo buono nella stima di piccole e medie imprese, mentre in Giappone era usato tipicamente nelle valutazioni per transazioni interne e non nelle trattative internazionali.

¹⁴ Si definiscono metodi analitici quelli che esprimono il valore globale dell'azienda quale somma dei valori dei beni che la compongono, mentre i metodi sintetici calcolano in via diretta il valore complessivo dell'azienda.

generare, la capacità reddituale, elementi che non a caso sono presenti nel bilancio d'esercizio.

Si cerca pertanto di collegare il valore complessivo dell'azienda a quelli che sono i valori che normalmente ci si aspetta di trovare in un'impresa avviata e capace di conseguire utili, il patrimonio e il reddito.

L'unione quindi del patrimonio e del reddito, è il caso di ricordare che ci sono differenti metodi per unire i due, consente di determinare il valore complessivo dell'azienda.

I metodi misti cercano quindi di valutare il capitale economico coniugando le componenti patrimoniali della valutazione con quelle di flusso reddituale.

Nel modello di base si afferma che il valore del capitale economico di una determinata impresa al momento t_0 è ottenibile dalla somma algebrica del valore del patrimonio netto (K) al momento t_0 , a valori correnti, con il valore di avviamento, positivo o negativo.

Così il metodo misto patrimoniale reddituale va oltre il semplice metodo patrimoniale, e in qualche modo lo completa, unendo nel caso specifico la stima dell'avviamento fatta attraverso il reddito.

Pertanto il valore dell'impresa è così individuato:

$$W = K + A$$

dove W identifica il valore complessivo dell'impresa, K il valore patrimoniale rettificato e A il valore dell'avviamento, che potrebbe essere anche negativo e quindi rappresentare un badwill.

In questa teoria si tiene conto del valore di avviamento tramite il metodo reddituale poiché si parte dall'assunto che l'avviamento non è altro che la capacità di un'azienda a produrre dei maggiori profitti.

Si cerca allora di calcolare l'avviamento in rapporto al reddito e al patrimonio aziendale, se si considera un'azienda con durata illimitata, si ha la seguente formula:

$$A = (R - Ki) a_{ni}$$

dove R e K rappresentano il reddito e il patrimonio aziendale rettificato, i rappresenta il tasso di remunerazione medio del patrimonio investito, che spesso coincide con il rendimento medio del settore in cui opera l'azienda (tesi preferita dalla dottrina) oppure con il tasso utilizzato nel metodo reddituale (sommatoria del tasso di

rendimento per investimenti a rischio zero e il premio per il rischio), mentre a_{ni} rappresenta il coefficiente di attualizzazione, cioè il valore attuale, all'interesse composto, di una rendita temporanea a rate costanti posticipate di 1 euro¹⁵.

Questa ipotesi semplicistica, utilizzata operativamente per la sua semplicità di calcolo, non tiene conto di alcune riflessioni nello scegliere i valori di R e K .

Infatti, nella formula generale non si tiene conto del variare di K , esso è considerato uguale per tutto il periodo di riferimento, anche se questo difficilmente si verifica nella realtà, infatti ogni anno varia in ragione dell'utile non distribuito e per la parte di incrementi (o decrementi) sul valore di mercato delle immobilizzazioni materiali e immateriali.

Inoltre il valore di K varia a seconda che si utilizzi una stima patrimoniale semplice, che non include il valore dei beni immateriali, piuttosto di una stima complessa, che include nel valore di K alcuni beni immateriali valutati attraverso determinate metodologie.

Invece R rappresenta il reddito medio-normale, calcolato cioè con riferimento a normali condizioni di mercato e di esercizio del business per l'azienda considerata.

Altro punto rilevante è il rapporto di coerenza che dovrebbe esserci tra il valore rettificato attribuito a K , capitale, e il valore del reddito R , infatti, se è accresciuto il valore di un bene strumentale impiegato nell'attività, quantomeno dovrà essere rivisto

¹⁵ La formula analizzata è quella del metodo della capitalizzazione limitata del profitto medio. Esistono anche altri metodi che identificano il valore dell'avviamento, anche in base al tempo di durata previsto per l'azienda, quali il metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio e il metodo di attualizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi futuri.

Con il metodo della capitalizzazione illimitata del profitto medio si accoglie l'ipotesi che il soprareddito si produca indefinitamente nel tempo, così si avrebbe che $A=(R - iK)/i'$. Questa convenzione però ha senso se corretta da un elevato tasso i' di capitalizzazione che attenua sensibilmente il peso dei sopraredditi attesi al di là di un certo limite di tempo.

Il metodo di attualizzazione dei risultati netti di alcuni esercizi futuri invece prende a riferimento non il profitto medio atteso per il futuro ma una serie di dati specifici esprimenti i risultati economici di alcuni anni a venire (espressione di norma di piani almeno triennali), diminuiti del rendimento normale del capitale investito. Questo consisterebbe pertanto nell'attualizzazione, per un definito arco temporale, dei valori annuali dell'espressione: $(R - iK)$.

l'ammortamento che è imputato nel singolo esercizio e che quindi si traduce in una diminuzione del valore reddito.

Il pregio di utilizzare questo metodo è la volontà di determinare l'avviamento tramite un procedimento autonomo e che rispecchia in parte quello che è il concetto di avviamento, un soprareddito.

Si cerca così di indagare se effettivamente il reddito prodotto dall'azienda si scosta, e se sì di quanto, rispetto al reddito prodotto da normali aziende.

Tuttavia anche qui è da definire cosa sia normale, cioè qual è il tasso i tale da remunerare normalmente o in modo congruo il capitale, e come deve essere scelto.

Il tasso di remunerazione si può considerare normale quando ha un livello minimo di redditività che giustifica la permanenza nell'investimento, se per ipotesi fosse più alto rispetto al minimo, allora il profitto economico non includerebbe per intero le condizioni vantaggiose del differenziale positivo.

In conclusione si può affermare che il tasso i dovrebbe misurare il rendimento minimo che giustifica l'investimento nel capitale di rischio della specifica azienda oggetto di valutazione, tuttavia la valutazione di tale tasso non è mai semplice e per lo più si presta alla valutazione soggettiva degli operatori.

L'orizzonte temporale da adottare per il calcolo dell'avviamento (n nella espressione a_{ni}) è lasciato libero in base alla natura delle circostanze che danno luogo ai sopraredditi, pur sapendo che orizzonti temporali molto lunghi sono difficilmente realistici perché le condizioni generatrici di reddito oltre la norma non possono durare a lungo e sono quindi destinate ad estinguersi o ad attenuarsi nel corso di alcuni anni.

Prudenzialmente si tende a valutare l'avviamento per difetto con n che può variare tra 3 e 5 anni, tuttavia per alcune aziende dotate di stabile ed elevata redditività, si può ragionevolmente elevare l'arco temporale in considerazione fino a 8-10 anni.

Il tasso di attualizzazione i' è da riferirsi al puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo, cioè un mezzo per trasferire i valori dal tempo t_i al tempo iniziale t_0 , senza essere collegato a fattori di rischio specifico dell'azienda ma piuttosto a parametri finanziari a rischio zero.

Anche se per alcune tesi minoritarie i ed i' dovrebbero coincidere, ciò sarebbe un'eccessiva semplificazione, rimane da capire se i' si deve considerare al lordo o al netto dell'inflazione.

In estrema sintesi si può affermare che qualora si prendano a riferimento dei redditi senza tener conto del tasso d'inflazione, allo stesso modo non si dovrebbe considerare ciò nel tasso di attualizzazione, vi deve essere sempre una coerenza tra i valori considerati.

2.7 Metodo diretto e indiretto a confronto

Nell'individuare il valore dell'avviamento si è potuto notare che esistono due metodi differenti, un metodo diretto, che consiste nel determinare il valore di avviamento attraverso l'attualizzazione di un flusso prospettico di profitto economico, e un metodo indiretto, che determina l'avviamento basandosi sulla differenza tra due diverse configurazioni di capitale, quella economica e quella di funzionamento.

Ci sono pertanto due differenti strade per la determinazione dell'avviamento, la prima, che s'individua nella valutazione di azienda con il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill, in via diretta come se si cercasse di valutare un bene dell'impresa, la seconda, in modo indiretto, quale differenza tra il valore complessivo dell'azienda, calcolabile con il metodo reddituale ad esempio, e il valore dei beni presenti in azienda, come a indicare che l'avviamento è un valore che nasce dal complesso aziendale e non può staccarsi da esso.

Nel metodo indiretto, l'avviamento è la differenza tra il valore del capitale di funzionamento espresso a valori correnti e il valore del capitale economico, questa differenza sorge dal valorizzare in modo differente e con logiche diverse lo stesso capitale, costituito dai beni economici dell'azienda.

Nel determinare il capitale di funzionamento, o meglio, il valore di funzionamento del capitale, sono fondamentali due ipotesi: la prima si basa sulla continuità della vita aziendale, cioè che l'impresa sia in funzionamento anche nel futuro, senza alcun limite temporale, in modo indefinito e non infinito; la seconda ipotesi si basa sulla complementarità tra i singoli elementi attivi e passivi del patrimonio.

Queste due ipotesi permettono di distinguere anche tra la nozione di funzionamento e quella di liquidazione, così sia il capitale di funzionamento sia quello di liquidazione richiedono valutazioni di tipo analitico, in cui ogni singolo elemento attivo e passivo del

capitale è valutato, con la differenza che mentre il valore di funzionamento si esprime attraverso una valutazione sistematica, quello di liquidazione si determina attraverso una valutazione di tipo atomistico.

Il significato di valutazione sistematica è quello che i beni economici che compongono il capitale, pur considerati analiticamente, acquistano valore in relazione al sistema coordinato e funzionante di impresa e ciò solo se sono valide le ipotesi sulla continuità della vita aziendale e sulla complementarità tra i beni economici che costituiscono l'impresa.

Si può affermare che il valore funzionale dei fattori produttivi emerge per gradi, attraverso una prima identificazione analitica dei beni economici, gli elementi attivi e passivi, per poi ricondurli al sistema aziendale specifico e determinarne il valore complessivo in base alle posizioni di equilibrio dinamico dell'impresa.

Il capitale economico rappresenta un'altra configurazione del capitale, differente da quella di funzionamento e di liquidazione, e si basa su due aspetti fondamentali: *in primis* i futuri benefici che l'impresa può ottenere (flussi) e che determinano il capitale economico quale capitalizzazione dei redditi prospettici; inoltre il valore di trasferimento della stessa impresa.

I due aspetti, collegati tra loro per la generazione futura del reddito, divergono per gli elementi che li caratterizzano: il primo per la formazione e la quantificazione del valore del complesso aziendale sulla base di esplicite prospettive di flussi di benefici, il secondo per il processo di definizione di un prezzo, ipotizzando la cessione dell'impresa.

Prezzo e valore pertanto sono nozioni differenti da un punto di vista logico, il valore rappresenta una più generale condizione attrattiva dell'iniziativa, basata su un'impostazione teorica che valuta i benefici futuri generati dai flussi, mentre il prezzo è la sintesi di negoziazioni e valutazioni soggettive e contingenti.

In economia aziendale il valore economico del capitale è distinto dal suo prezzo poiché il capitale economico è un valore di scambio astratto e generico, per cui svincolato dalle condizioni negoziali specifiche dei contraenti, oltre che teorico, cioè ottenuto mediante l'applicazione di una teoria valutativa di tipo generale e non contingente.

Facendo un confronto con le nozioni e terminologie di valore adottate dal mondo finanziario, soprattutto nei paesi anglosassoni in cui gli scambi societari sono più frequenti, di norma si distingue tra:

- un valore dell'impresa *stand alone*, che si basa sulle prospettive economico finanziarie deducibili dal progetto strategico e che corrisponde al valore economico del capitale;
- un valore di acquisizione, detto anche *fair value*, che indica il valore dell'impresa nella specifica prospettiva di un acquirente, esso si compone del valore *stand alone* e del valore di tutte le sinergie realizzabili attraverso l'acquisizione;
- un valore di scambio che può essere assimilato ad un generale, e non specifico, *investment value* espresso tenendo in considerazione le possibili sinergie realizzabili dai potenziali clienti.

Anche questa classificazione mostra evidentemente la distinzione tra logiche valutative di tipo oggettivo e logiche valutative di tipo soggettivo, in cui tra le prime si collocano quelle valutazioni fatte in modo indipendente rispetto alle prospettive dei soggetti coinvolti, basate su elementi dimostrabili e osservando gli andamenti passati, mentre nelle seconde la valutazione è basata sulla prospettiva specifica e parziale di un soggetto coinvolto, normalmente l'acquirente, il quale inserisce informazioni, ipotesi e aspettative legate alla sua visione dei futuri andamenti dell'azienda, che dipendono anche dalle sinergie realizzabili in seguito all'operazione di acquisizione e da eventuali cambiamenti nel modello strategico.

Il capitale economico allora è definito come un valore astratto e teorico, ottenibile da valutazioni di tipo oggettivo, e gli elementi che lo caratterizzano, tenendo presente la centralità delle sue capacità prospettive di generazione, sono i seguenti¹⁶: il capitale economico è espressione quantitativo-monetaria del capitale proprio aziendale, vincolato cioè alla gestione dell'impresa; questa espressione deriva da ipotesi sul divenire della gestione futura, che danno origine ad una redditività prospettica attualizzata; per determinare la redditività prospettica si considerano tutte le condizioni

¹⁶ G. FERRERO, *La valutazione del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966.

tecnico produttive in cui l'attività di impresa è svolta, dei risultati passati ottenuti, dei rischi associabili al futuro e al durevole svolgimento dell'attività.

Il capitale economico è allora espressione di un valore che ha natura ipotetica, questa tuttavia rimane tale fintanto che il capitale non diventi oggetto di uno scambio e si tramuti in un prezzo di trasferimento, che si baserà comunque su ipotesi legate al futuro; inoltre i valori si formano sempre sulle aspettative, sulle ipotesi di quanto accadrà in futuro, queste tuttavia non possono rivelarsi semplici astrazioni prive di alcun fondamento, ma devono dare origine a valutazioni probabili e accettabili.

Infine bisogna fare attenzione nel non confondere il valore economico del capitale con il valore potenziale del capitale, questi valori si distinguono per la diversa natura dei flussi utilizzati nella valutazione, poiché nel primo caso, anche se si considerano dei valori prospettici, tali valori sono presi in considerazione agli assetti organizzativi e competitivi in essere, in relazione ai risultati storici già ottenuti; mentre nel caso del valore potenziale i risultati futuri attesi sono slegati dalle capacità già espresse e si riferiscono a nuovi assetti strategici.

Quindi, il valore economico del capitale si misura sulle capacità reddituali che mostrano una continuità con la storia aziendale più recente e sono coerenti con l'assetto strategico aziendale attuale, il valore potenziale economico invece muove da nuove opportunità, le capacità reddituali dovute al nuovo assetto strategico, ed è pertanto sottoposto a un maggior livello di rischio.

La differenza che sussiste tra i due valori calcolati nel medesimo istante dovrebbe misurare pertanto il valore che si può attribuire a queste nuove opportunità e di norma il prezzo che si attribuisce a un'azienda tiene conto anche di questo valore potenziale.

Pertanto con il metodo indiretto il valore dell'avviamento si calcola quale differenza tra il capitale economico e quello di funzionamento, che per quanto illustrato sopra, assomigliano rispettivamente al valore aziendale che si rinviene con il metodo reddituale (capitale economico) e con il metodo patrimoniale (capitale funzionale).

Come detto sopra, oltre al metodo indiretto sussiste un metodo diretto per valutare l'avviamento e si basa sull'attualizzazione del flusso prospettico di profitto economico.

Per il Besta¹⁷, l'avviamento è considerato un elemento attivo del patrimonio aziendale e complementare allo stesso, questi elementi complementari non sono beni in sé ma fattori intangibili necessari all'acquisizione futura di altri beni, inoltre, posto che l'avviamento è il maggior valore che i beni del patrimonio acquistano in quanto impiegati "proficuamente" in misura superiore al normale, il calcolo del valore di avviamento si ottiene dalla capitalizzazione dei sopraredditi o profitto economico: *"l'avviamento appare come il valore capitale della sovra redditività"*, la quale è di norma una rendita temporanea e non perpetua.

Pertanto il reddito può essere suddiviso in due componenti, la prima che deriva dal complesso dei beni economici escluso l'avviamento, l'altra che deriva dalle condizioni di avviamento, si avrebbe cioè una divisione del flusso di reddito il cui limite deriva dal valore del capitale economico, da cui il valore del capitale infralimite sarebbe la fonte del reddito normale, mentre il valore dell'avviamento deriva dal flusso del profitto economico.

Il concetto di avviamento quale elemento autonomo del patrimonio aziendale, sostenuto dal Besta (metodo diretto), è confutato in modo evidente dal concetto di avviamento quale differenza di valori (metodo indiretto) introdotto da Zappa, il quale introduce una nuova visione aziendale unitaria che permette il passaggio dalla concezione di impresa come somma di fenomeni economici alla concezione di azienda quale coordinazione economica in atto.

Se nella visione zappiana il complesso aziendale non può essere scisso in componenti analitiche, tanto più l'avviamento non può essere concepito come elemento autonomo del patrimonio e separabile da esso.

Per Zappa l'avviamento si origina dall'esistenza unitaria di quel complesso, rispetto al quale non è componente specifica ma manifestazione di valore e l'unitarietà economica del capitale deriva dall'ancora più significativa unitarietà dei flussi di reddito.

Pertanto non si può scomporre il reddito, tanto meno collegarne una parte a specifiche componenti del capitale, il reddito e il valore capitale, nella coordinazione economica, non sono divisibili, perciò il valore dell'avviamento va determinato in modo

¹⁷ F. BESTA, *La ragioneria*, Vallardi, Milano, 1920.

differenziale, tramite un valore economico del capitale determinato attraverso la capitalizzazione del reddito complessivo unitario, e non quale somma di elementi patrimoniali.

Se si considera il pensiero di Zappa, non si dovrebbe parlare di avviamento, bensì di “impresa avviata” per rendere meglio l’unitarietà del fenomeno e l’avversione al pensiero patrimoniale atomistica.

Così il centro dell’analisi si sposta dal capitale al reddito (flusso) con la conseguente inversione del processo valutativo, cioè “non più il capitale che produce il reddito ma il reddito che produce il valore del capitale”.

Anche se esistono dei limiti teorici nel metodo diretto, come sosteneva lo stesso Zappa, se si vuole attribuire un qualche significato economico all’avviamento in sé, autonomamente analizzabile, bisogna ricondurlo alla redditività e quindi al pensiero del Besta.

Pertanto, proprio per non rinunciare allo studio dell’avviamento e al fenomeno economico sottostante, si ricorre all’analisi tramite il metodo diretto, ciò influenzato anche dalla prassi che ritiene essenziale l’analisi patrimoniale nella valutazione economica del capitale e dal bisogno di integrare certe informazioni che, anche se importanti dal punto di vista valutativo, solo in parte sarebbero incluse nell’applicazione del metodo reddituale puro.

Infine, non è in discussione l’impostazione teorica di Zappa sulla valutazione economica del capitale, avendo ben presente la distinzione tra la definizione di capitale economico e le metodologie di calcolo che si possono adottare per determinarne il valore, la valutazione per via autonoma dell’avviamento offre la possibilità di arricchire lo scenario informativo, con scopi scientifici che operativi.

2.8 Altri metodi di valutazione aziendali

Oltre ai metodi sopra analizzati (patrimoniale, reddituale e misto), esistono altri metodi per valutare le aziende, e di conseguenza l’avviamento.

Il metodo finanziario

Uno dei metodi maggiormente utilizzati e molto accreditato negli ultimi anni è il metodo finanziario, o *Discounted Cash Flow*, che è in grado di attribuire un valore a qualsiasi iniziativa indipendentemente dalle sue caratteristiche.

Ciò è possibile poiché tale metodo misura il valore dell'impresa tramite l'attualizzazione dei flussi di cassa che questa genererà per i suoi azionisti e questo è indubbio in qualsiasi settore operi l'impresa.

Pertanto il valore economico di un'azienda è pari alla somma dei componenti dati dal valore netto attuale e dal valore terminale, in cui il primo è dato dai flussi di cassa che l'azienda sarà in grado di generare per un numero definito di anni, facenti parte di una previsione analitica esplicita, mentre il valore terminale è dato da un flusso di cassa sostenibile in perpetuità dall'azienda negli anni successivi al periodo analitico esplicito considerato per la determinazione del valore netto attuale¹⁸.

La valenza del metodo finanziario è innegabile, data la rilevanza dei flussi di cassa, tuttavia l'affidabilità delle stime sulla misura e il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno e si libereranno si scontra, nella pratica, con la difficoltà di prevedere i flussi finanziari, il che restringe notevolmente l'ambito di applicazione di questo metodo ai soli casi in cui sia sufficientemente affidabile la previsione sui flussi finanziari.

Inoltre i flussi finanziari possono essere assunti al lordo degli oneri finanziari, in questo caso il metodo finanziario è definito *unlevered*, che è anche la metodologia più utilizzata, oppure possono essere assunti al netto dell'incidenza degli oneri finanziari, o metodologia *levered*.

La formula che esprime il valore atteso dal metodo finanziario è la seguente:

$$W = \sum_{t=1}^n FC_t / (1+i)^t + Vr / (1+i)^n$$

dove W indica il valore dell'azienda che è dato dalla sommatoria per t che va da 1 a n dei flussi di cassa (FC) disponibili al tempo t attualizzati al tasso i , a cui si somma il valore residuo dell'azienda (Vr) al tempo n .

La maggiore criticità nell'applicare questo metodo deriva dalla difficoltà nel determinare i flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio, di norma non

¹⁸ G. BRUGGER, *Le decisioni finanziarie*, in G. Pivato (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Angeli, Milano, 1985.

oltre i cinque anni, poiché l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

Il calcolo del flusso di cassa, utilizzando il metodo *unlevered*, si può così rappresentare:

Utile netto d'esercizio (fatturato-costi operativi)
 + oneri finanziari
 - proventi finanziari
 + imposte dell'esercizio
 = reddito lordo
 - imposte ricalcolate
 = reddito operativo
 + ammortamenti
 +/- accantonamenti TFR e altri fondi
 +/- incrementi/decrementi capitale fisso
 +/- incrementi/decrementi capitale circolante
 +/- incrementi/decrementi debiti medio lungo termine
 = flusso di cassa (FC_t) o *free cash flow*

Con riferimento alla struttura appena esposta, è doveroso precisare che gli ammortamenti e accantonamenti costituiscono dei costi non finanziari, cioè non rappresentano degli utilizzi di risorse finanziarie, tuttavia concorrono alla determinazione del reddito imponibile e perciò vanno ricompresi nel calcolo dei flussi.

Si può facilmente notare allora che il flusso di cassa operativo sarà molto più elevato del risultato netto in quelle aziende, ad alta intensità di capitale, che hanno ingenti accantonamenti a fondo ammortamento.

Inoltre la relazione tra gli ammortamenti e gli investimenti è complessa, infatti, si osserva che le aziende in fase di forte sviluppo, di norma, presentano ammortamenti più bassi degli investimenti, mentre le due voci si tendono a bilanciare in aziende mature.

Per capitale circolante netto operativo s'intende la differenza tra la somma dei crediti verso clienti e le giacenze di magazzino da una parte e la somma dei debiti commerciali dall'altra, senza tener conto delle disponibilità liquide.

Le variazioni del capitale circolante netto operativo influenzano il flusso di cassa dell'azienda, infatti, gli incrementi costituiscono degli impieghi finanziari, mentre le riduzioni del capitale circolante sono una fonte finanziaria.

Ciò è da considerare nel calcolo dei flussi di cassa poiché un incremento del capitale circolante comporta una riduzione dei flussi disponibili e quindi a un assorbimento delle risorse finanziarie disponibili.

Infine un'altra precisazione va fatta in merito alle imposte sul reddito operativo, per il calcolo del carico fiscale va utilizzata l'aliquota d'imposta che effettivamente si riscontra di anno in anno nel bilancio della società poiché l'utile civile differisce da quello preso a riferimento dal fisco per le varie riprese, in aumento e/o in diminuzione, fatte sull'utile civilistico.

Determinati i flussi di cassa attesi, bisognerà stabilire il valore del tasso di attualizzazione, che nel caso del metodo *levered* assomiglierà al tasso considerato in precedenza con il metodo reddituale (sommatoria del tasso sugli investimenti privi di rischio e del premio per il rischio), mentre nel caso *unlevered* si utilizzerà il costo medio ponderato del capitale (*WACC*), utilizzato anche come tasso di attualizzazione del valore residuo¹⁹.

Infine il valore residuo aziendale può essere determinato in tre differenti modi:

- il capitale netto, considerato proprio come la differenza tra attività e passività patrimoniali risultanti dal bilancio finale;
- la stima reddituale, cioè l'attualizzazione del reddito medio degli ultimi 3/5 anni;
- il valore finanziario, quale stima del valore patrimoniale aziendale rettificato dei flussi di finanziamento e di investimento.

Il metodo finanziario, pur restando per la dottrina il metodo per eccellenza poiché la logica di tale metodo è ineccepibile sul piano teorico, nei paesi anglosassoni è molto apprezzato anche perché è un metodo più oggettivo rispetto a quello reddituale, trova molteplici difficoltà dal punto di vista pratico.

Ai fini dell'avviamento il metodo finanziario si ricollega, non a caso, ai metodi indiretti, affiancandosi così a quello reddituale, poiché permette di calcolare il valore complessivo dell'azienda senza considerare com'è composto il patrimonio aziendale.

¹⁹ I. ROMAGNOLI, "I metodi finanziari di valutazione dell'azienda: alcune configurazioni dei flussi di cassa", in *Rivista dei Dottori Commercialisti dell'Ordine di Roma*, n. 38, 1994.

Inoltre nel metodo finanziario, anche se nei flussi considerati si può ipotizzare che una parte sia ricollegabile all'avviamento presente in azienda, poiché il flusso di cassa deriva quale estrema ratio dal reddito operativo conseguito dall'azienda, non è possibile ricollegare l'avviamento al flusso generato poiché quest'ultimo può dipendere esclusivamente dalla gestione finanziaria degli elementi presenti nell'attivo e nel passivo dell'azienda.

Si provi ad esempio a pensare a un'azienda che consegue un risultato operativo pari a zero ma che, ipotizzando che non sussistano ammortamenti, abbia ugualmente un flusso di cassa positivo che derivi dalla gestione del capitale circolante, tramite la riduzione dei crediti verso clienti e/o aumento dei debiti commerciali (entrambi fonti finanziarie).

Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli consiste nel correlare il valore dell'azienda a specifici indicatori economici, ai quali applicare dei multipli, da stimarsi in funzione delle variabili di mercato, dei *competitors* e delle variabili interne aziendali.

Questo metodo, il cui ricorso diventa sempre più frequente nelle realtà aziendali, si basa su un approccio empirico, che determina il valore aziendale applicando dei moltiplicatori che scaturiscono dai prezzi negoziati nei mercati borsistici, per le azioni d'impresе comparabili con quella che è oggetto di valutazione.

La valutazione così ottenuta è una valutazione relativa poiché il risultato della stessa si avvicina più a un prezzo probabile che potrebbe essere realizzato, in un dato istante, sul mercato per l'impresa oggetto di valutazione, piuttosto che il risultato della quantificazione del valore dell'impresa.

Il valore dell'impresa, ottenuto tramite la formula $W=m*X$, mette in relazione il valore del multiplo (m), desunto dalla selezione e analisi di un campione d'impresе comparabili nel mercato finanziario, con il valore (X) della grandezza economica rappresentata dal multiplo m , dell'impresa oggetto di valutazione.

Per calcolare poi il valore del patrimonio bisogna rettificare l'importo così determinato con il valore di mercato del debito finanziario esistente.

Il multiplo è ottenuto come il rapporto tra la capitalizzazione borsistica di analoghe società concorrenti (o un campione significativo di esse) e parametri di performance quali l'utile netto, l'EBIT, l'EBITDA, i flussi di cassa o più semplicemente il fatturato.

Si avranno così dei moltiplicatori fondati su grandezze reddituali, altri su grandezze finanziarie o patrimoniali, piuttosto che moltiplicatori basati su grandezze fisiche di settore.

Nella scelta dei moltiplicatori, la determinazione del multiplo avviene di norma in funzione d'alcune particolarità proprie della società da valutare, come la rischiosità dell'azienda e la capacità di generazione di cassa.

Inoltre bisogna considerare che se si sceglie un misuratore della performance aziendale riferito alle prime voci del conto economico scalare, ad esempio il fatturato, si rischia di utilizzare un indicatore di performance poco significativo poiché non tiene conto della gestione aziendale, viceversa, utilizzare le ultime voci del conto economico, come potrebbe essere il risultato ante imposte o il risultato netto, comporta il rischio di assumere degli indicatori maggiormente soggetti alle politiche di bilancio, per questo si preferisce utilizzare degli indicatori legati a voci intermedie del bilancio come l'EBITDA.

Tale metodo poggia sul ragionevole processo comparativo dell'azienda con i valori riconosciuti dal mercato per realtà affini.

La critica al metodo dei multipli risiede nell'elevata volatilità dei risultati che ne derivano, conseguenza delle forti oscillazioni dei corsi di borsa che mal si conciliano con l'esigenza di stabilità delle valutazioni aziendali.

Per quanto appena enunciato, il metodo dei multipli non può sostituire i più attendibili metodi di stima, tuttavia, questo può essere parte integrante di un più ampio processo valutativo o quale metodo di controllo dei risultati ottenuti con i metodi più autorevoli.

Il metodo dei multipli è poco idoneo alla valorizzazione del valore di avviamento attribuibile all'impresa oggetto di valutazione poiché si basa sul confronto con altre società quotate, senza dimenticare la criticità che deriva dalle oscillazioni sul mercato borsistico causate molto spesso dagli speculatori finanziari.

Il metodo EVA

Il metodo EVA (*Economic Value Added*) nasce come criterio di determinazione delle performance aziendali e, solo in seguito, è stato adottato quale metodo di valutazione delle aziende.

Si perviene al valore economico d'azienda in un'ottica *unlevered* (al lordo degli oneri finanziari), attraverso la somma tra il capitale investito netto iniziale e il valore attuale degli extraprofiti rettificati che l'impresa sarà in grado di produrre, su base annua, dopo che sia stata garantita la copertura economica dei fattori produttivi posti in posizione contrattuale e sia stato opportunamente remunerato il capitale investito.

Quindi, l'EVA è definibile come la differenza tra l'utile operativo netto ed il costo medio ponderato del capitale, ciò evidenzia come sia indispensabile che la redditività operativa del capitale investito sia superiore al suo costo medio ponderato, per la produzione di valore aggiunto.

Prendendo spunto dai metodi patrimoniali, il valore dell'azienda è determinato sommando l'avviamento al valore del capitale investito netto, però l'avviamento è calcolato come la sommatoria degli EVA attualizzati del periodo prospettico considerato, a cui va aggiunto un valore terminale che rappresenta la rendita perpetua dell'EVA dell'ultimo esercizio, a cui va sottratta la Posizione Finanziaria Netta.

Il metodo EVA solitamente è utilizzato per quantificare l'entità del valore che l'azienda crea per gli azionisti, nello specifico esso misura il sovrareddito che l'impresa produce nello svolgimento dell'attività operativa al netto della giusta remunerazione del capitale di debito e di quello di rischio.

Tale metodo è indicato nello specifico per aziende che presentano tassi di crescita assai sostenuti.

Il metodo comparativo

Oltre ai metodi di valutazione descritti sopra esiste il metodo comparativo, qualora ci fosse un mercato per l'azienda valutata, in cui il valore aziendale può essere calcolato come il valore medio delle negoziazioni avvenute per aziende simili.

Questo metodo ovviamente sconta la soggettività della parte acquirente (si ricordi la differenza enunciata tra prezzo e valore di un'azienda), la quale incide sulla determinazione del prezzo²⁰.

Inoltre perché si possa parlare propriamente di valore medio è necessario che ci sia un vero e proprio mercato per la società valutata, non potrebbe definirsi un mercato la singola acquisizione societaria avvenuta in un arco temporale molto ampio.

2.9 Il metodo adottato dall'Amministrazione Finanziaria

L'Amministrazione Finanziaria, per verificare la congruità dei valori di avviamento dichiarati negli atti di cessione d'azienda, utilizza un metodo tutto suo per calcolare l'avviamento.

L'avviamento è calcolato sulla base di un regolamento emanato con D.P.R. 31 luglio 1996, n. 460, il quale all'art. 2, comma 4, prevede che il valore di avviamento è determinato sulla percentuale di redditività applicata alla media dei ricavi accertati o dichiarati ai fini delle imposte sui redditi negli ultimi tre periodi d'imposta, anteriori a quello in cui è intervenuto il trasferimento, moltiplicata per tre.

Ad esempio, un'impresa opera una cessione d'azienda nell'anno 2013 e la sommatoria dei ricavi dichiarati negli anni 2010, 2011 e 2012 è pari a Euro 87.000, la media risulta essere di Euro 29.000; per il calcolo della percentuale di redditività si prende il reddito dichiarato per l'anno 2013, Euro 35.000, e lo si rapporta ai ricavi dichiarati per lo stesso anno, Euro 65.000, la percentuale è del 53,84%. A questo punto si prende la media dei ricavi precedentemente calcolata (Euro 29.000), moltiplicata per la percentuale di redditività (54%), moltiplicata per 3. L'avviamento da dichiarare è quindi pari a Euro 46.980²¹.

La percentuale di redditività non può essere inferiore al rapporto tra il reddito d'impresa e i ricavi dichiarati ai fini delle stesse imposte e nel medesimo periodo.

²⁰ O. PAGANELLI, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990; M. MASSARI, *Il valore "di mercato" delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 1984.

²¹ A. INGROSSO, *Il calcolo del fisco dell'avviamento nelle cessioni di azienda*, 16-05-2012, www.studioingrosso.eu, (09-07-2014).

Tale regolamento è stato emanato sulla base dell'art. 2-ter, comma 2, del D.L. 30 settembre 1994, n. 564, che nel 1997 è stato abrogato, pertanto, il regolamento attualmente è privo di ogni valenza legislativa.

La metodologia proposta dall'Amministrazione Finanziaria è innanzitutto errata poiché prende come base di calcolo i valori dichiarati ai fini delle imposte sui redditi.

Ciò, come detto anche in precedenza, è errato poiché i redditi dichiarati ai fini fiscali divergono da quelli economici, sussistono, infatti, delle variazioni apportate dal fisco (a volte introdotte dal legislatore con l'unico scopo di aumentare il gettito fiscale) ai costi e ai ricavi sostenuti dall'azienda.

Questo metodo sembra essere un puro esercizio matematico e non trova riscontro nelle basi teoriche di valutazione aziendali di cui si è accennato nei precedenti paragrafi.

Tale metodo vuole collegare la redditività di un'azienda all'avviamento, senza però considerare che quest'ultimo dovrebbe produrre un soprareddito, cioè un reddito maggiore rispetto al reddito considerato normale oppure congruo a remunerare il capitale investito.

Proprio per queste ragioni vi è sulla valutazione dell'avviamento una larga giurisprudenza dovuta al contenzioso creatosi tra l'Amministrazione Finanziaria e i contribuenti sulla determinazione del valore di avviamento.

Si vuole qui richiamare la sentenza n. 16 del 30 gennaio 2012 della Commissione Tributaria Regionale della Lombardia, la quale esamina attentamente il concetto di avviamento nelle motivazioni che rigettano l'appello degli Uffici finanziari:

“L'avviamento, oggi, è considerato una qualità dell'azienda, sul quale incidono numerosi fattori, dalla clientela all'organizzazione aziendale, dall'ubicazione all'abilità gestoria dell'imprenditore, ecc. L'avviamento viene definito come la capacità dell'azienda di conseguire redditi nel tempo, la sua attitudine ad ottenere utili. La differenza tra un'azienda di nuova costituzione e un'azienda avviata è proprio quella che l'azienda avviata produce risultati economici in conseguenza dell'organizzazione dei fattori della produzione nell'azienda stessa. È una specifica qualità dell'impresa avviata. L'azienda bene avviata, dunque, fa leva su un aggregato di condizioni immateriali favorevoli che le danno maggiore attitudine a raggiungere i propri obiettivi ed a produrre utili. Di conseguenza, chi acquista un'azienda funzionante riconosce al cedente un valore di avviamento, volendo evitare i rischi di insuccesso e i costi di

impianto. L'avviamento comprende, quindi, una serie di fattori (immateriali) che rendono possibile, per l'imprenditore, il raggiungimento nel futuro di extra profitti. Fattori classificati in soggettivi e oggettivi. I fattori soggettivi o personali sono strettamente inerenti alla personalità dell'imprenditore, al suo apporto/impulso lavorativo, alle sue qualità commerciali, alla sua capacità di gestione aziendale. Proprio perché doti personali dell'imprenditore sono fattori non trasferibili, in tal caso è forse più appropriato parlare di qualità dell'imprenditore idonee ad incidere sull'avviamento.

I fattori oggettivi o reali, invece, sono intrinseci all'organizzazione aziendale ed alle circostanze/congiunture del mercato e consistono in: organizzazione sperimentata ed efficiente, apparato produttivo ottimale, struttura manageriale, validità del settore ricerca e sviluppo, personale selezionato e qualificato, medio – alto livello di tecnologia, buona localizzazione, qualità dei macchinari, vasta gamma di prodotti offerti, livello della rete di vendita, buona conoscenza del mercato e del settore, posizionamento e prezzo dei prodotti offerti, composizione qualitativa e quantitativa del portafoglio clienti, efficiente sistema di approvvigionamento delle materie prime o delle merci, rapporti proficui con fornitori, buona organizzazione delle vendite, fedeltà dei consumatori, fiducia presso finanziatori e garanti, notorietà, prestigio presso terzi, buon nome goduto, buona tradizione, possesso di brevetti e marchi, autorizzazioni, concessioni e licenze per l'esercizio dell'attività.

La capacità reddituale riferibile alla piccola e anche media azienda è, il più delle volte, maggiormente legata all'avviamento soggettivo, con conseguente difficoltà ad oggettivizzare un avviamento di tipo soggettivo. Dal punto di vista della quantificazione spesso viene associato all'avviamento soggettivo un peso diverso rispetto a quello oggettivo, che è indubbiamente meno problematico da trasferire. L'avviamento, come valore economico, assume quindi particolare importanza tutte le volte che è necessario stimare il valore di un'azienda o di un suo ramo, particolarmente in occasione del trasferimento, ma anche in occasione di altre operazioni, ordinarie o straordinarie che ne postulano la valorizzazione. Date le caratteristiche dell'avviamento è particolarmente difficoltoso risalire a un metodo affidabile di calcolo in relazione al suo valore: questo, infatti, è un insieme di caratteristiche ed elementi organizzativi che devono essere valutati complessivamente. Per la dottrina, la valutazione dell'avviamento:

- non può essere oggetto di un sistema di determinazione fondato su rigidi criteri di calcolo applicabili a tutte le realtà aziendali;

- la stima va effettuata di volta in volta valorizzando le peculiarità che caratterizzano l'attitudine prospettica di quell'azienda a produrre utili.

Evidenziamo, a tal proposito, che sul piano pratico qualora gli Uffici procedano alla verifica della congruità del valore dell'avviamento nei trasferimenti d'azienda, applicano spesso metodi di riscontro basati su formule rigide e stereotipate che, talvolta, portano a risultati poco corrispondenti alla realtà societaria analizzata. Questi metodi, seppure siano stati realizzati per accelerare e semplificare le procedure di accertamento per cessioni di attività commerciali, rischiano di risultare eccessivamente schematici e rigidi. Come detto, infatti, una semplice stima basata su un calcolo matematico – seppure tale criterio sia rispondente alle necessità di analisi dell'Agenzia – non prende in considerazione numerosi aspetti concernenti l'attività economica ceduta: le analisi dell'Agenzia, quindi, risultano talvolta particolarmente lontane alla realtà aziendale. Si pensi, ad esempio, al caso in cui innovazioni di prodotto o l'emersione di prodotti sostitutivi abbiano particolarmente danneggiato l'azienda che, invece, nel triennio precedente presenta un risultato economico particolarmente positivo: in tal caso le stime dell'avviamento effettuate dall'Agenzia non tengono conto dei mutamenti del mercato e, di conseguenza, sovrastimano il valore dell'avviamento in un contesto aziendale in cui viene previsto, invece, un forte rallentamento dell'attività economica. Quanto sopra è proprio successo nel caso che ci occupa, ovvero un rigidismo poco aderente alla realtà da parte dell'Ufficio nel calcolare il valore dell'avviamento che non tiene conto di tutti i fattori sopra riportati, tra i quali, si sottolinea, rientrano anche i fattori gestionali e amministrativi e elementi soggettivi che difficilmente potranno essere valutati con rigidi automatismi”.

Si evince pertanto come la valutazione dell'avviamento non sia cosa semplice e semplificabile con una formula matematica, che pur complessa e che tiene in considerazione i valori che costituiscono l'avviamento, il più delle volte non è in grado di rappresentarlo e valorizzarlo appieno.

Voler rappresentare l'avviamento con una formula matematica, per quanto sarebbe bello è una cosa a dir poco impossibile, in quanto non si terrebbe conto di tutti i fattori oggettivi e soggettivi che esso rappresenta.

Inoltre, poiché ogni impresa è diversa dalle altre, difficilmente la stessa formula sarebbe in grado di rappresentare correttamente l'avviamento di ognuna, i diversi metodi che sono stati rappresentati sopra, anche se teoricamente molto validi, non si adattano a tutte le imprese in modo univoco.

Allora la scelta dell'Amministrazione Finanziaria nel voler calcolare il valore dell'avviamento tramite una formula matematica, che si basa solo su valori storici, senza considerare le prospettive di utili, per semplificare il metodo di valutazione dell'avviamento, è una scelta errata e che non rappresenta quello che è definibile avviamento.

2.10 La scelta del metodo da applicare nel valutare l'avviamento

Analizzati i metodi che possono essere utilizzati per valutare un'azienda e il suo avviamento, ci si chiede ora quale sia il più adatto.

Nel valutare un'azienda, chi compie la valutazione, deve tenere conto anzitutto del tipo di attività che è valutata, la grandezza della stessa e valutarla secondo il metodo che ritiene più opportuno.

Il problema di scegliere il metodo corretto non è un semplice problema, infatti, non esiste un metodo che vada bene in assoluto per tutte le aziende o per quelle simili.

Bisogna *in primis* capire a quali metodi fare riferimento, a quelli analitici, che valutano i singoli beni, o a quelli sintetici che individuano il valore complessivo di tutta l'azienda, o ancora fare riferimento a metodi empirici.

Nelle valutazioni aziendali si cerca di restringere al massimo il ricorso a valutazioni arbitrarie e soggettive, quindi si cercherà di non fare scelte con una forte connotazione di soggettività in tema di parametri, tassi di attualizzazione e di rendimento, redditi prospettabili e orizzonti temporali, misure dei sopraredditi, ecc.

Di norma si predilige il metodo patrimoniale complesso che mira ad apprezzare anche i beni immateriali, sovente non iscritti in bilancio come l'avviamento, soprattutto nel nostro paese che è ricco di piccole e medie imprese.

Tuttavia è corretto valorizzare anche il fattore economico, soprattutto in quelle aziende in cui siano presenti consistenti elementi immateriali non contabilizzabili, al fine di far emergere un plusvalore dal metodo di stima di base.

Il ricorso ai metodi sintetici costituisce spesso nella prassi un utile strumento, a volte l'unico, per determinare i valori immateriali, oltre che per verificare il valore d'uso dei beni, che non sia nel complesso inferiore al loro valore corrente, dal quale si avrebbe un avviamento negativo.

Secondo una parte della dottrina bisognerebbe utilizzare, nei casi in cui è possibile, i metodi sintetici poiché occorre considerare l'avviamento come un tutt'uno con l'azienda, cioè si deve valutare un complesso funzionante e coordinato di beni e non un singolo bene inteso fisicamente²².

Qualora ci fosse un avviamento positivo, il valore economico dell'azienda è il risultato della sommatoria considerazione sia dell'elemento patrimoniale sia di quello reddituale, con quest'ultimo a dare fondamento economico al valore complessivo, soprattutto se in esso sono stati considerati anche i valori dei beni immateriali.

L'utilizzo dei metodi sintetici, sempre per la dottrina, serve a verificare il valore a cui si perviene attraverso i metodi analitici, qualora quest'ultimo sia inferiore al primo si avrebbe il caso di un avviamento negativo.

Infatti, nella valutazione aziendale la sola stima patrimoniale non soddisfa il requisito della razionalità, in quanto, s'impone sempre una verifica reddituale del complesso aziendale rideterminato, cioè, il valore corrente attribuito ai beni iscritti all'attivo deve essere rivisto in funzione della loro capacità di produrre reddito.

Inoltre la valutazione aziendale "dovrà essere unitaria, tenere conto cioè del valore dell'azienda nel suo complesso e con riferimento allo scopo produttivo di essa, non invece del valore dei singoli beni"²³.

Pertanto, è opportuno l'utilizzo di almeno un metodo di controllo oltre a quello principale.

Di norma i metodi di valutazione misti e quelli patrimoniali complessi con valutazione autonoma dell'avviamento, possono fungere sia da metodo di valutazione

²² AA.VV., *Perizie di stima – Guida operativa alla valutazione delle aziende e delle partecipazioni sociali nella prassi professionale italiana*, MAP Servizi, Torino, 2006.

²³ L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1990.

principale sia come metodo di controllo, mentre altre metodologie valutative invece forniscono un dato sintetico, prestandosi maggiormente come metodi di riscontro.

2.11 Conclusioni

Nell'indagare il valore dell'avviamento, come si è scritto sopra, non si può non considerare il valore dell'azienda.

L'analisi dell'avviamento, come ripreso dal Besta e da Zappa, non può separarsi dall'analisi dell'azienda, cioè dal valutare l'azienda quale complesso di beni funzionanti che siano in grado di generare redditi, a volte addirittura dei sovraredditi.

Bisogna sempre tenere in mente che l'avviamento non è separabile dall'azienda, esso ne è una sua parte indivisibile, esso inoltre, proprio per le sue caratteristiche non può essere valutato in via separata rispetto all'azienda.

Nei metodi analizzati, anche se si è riscontrata una formula per valutare l'avviamento in modo autonomo, essa è comunque ricompresa in un complesso più ampio di analisi e valutazione aziendale.

Si cadrebbe in errore, infatti, se si volesse valorizzare l'avviamento senza contestualizzarlo, senza rappresentarlo insieme al valore dell'azienda cui fa parte.

Confrontare l'avviamento di due aziende senza confrontare le aziende sarebbe un esercizio puro e semplice che non permette di avere alcuna informazione utile, come se si confrontassero due valori e uno è maggiore dell'altro, ma senza sapere in realtà cosa stai mettendo a confronto.

Valorizzare l'avviamento vuol dire valorizzare l'azienda, o meglio il valore dell'avviamento deriva dall'analisi dell'azienda e non si può in nessun modo separare le due cose, proprio perché sono indivisibili.

Ecco che allora l'unico modo che si ha per indagare sul valore dell'avviamento è valutare l'azienda nel suo complesso, capirne la struttura, le problematiche reddituali, capire come si proietta nel futuro e con quali strategie.

Bisognerà tener conto del passato ma molto di più del futuro, degli eventi eccezionali che possono variare il reddito e valutare la loro probabilità, capire se il

reddito che si sta creando è dovuto effettivamente alla presenza di un avviamento o se magari è considerato normale.

Il reddito quindi e la sua analisi diventa fondamentale, sia per valutare l'azienda sia per valutare l'avviamento, la sua presenza e in che modo possono far capire effettivamente se un'azienda è ben avviata.

Non per questo bisogna limitarsi all'analisi del solo reddito o della sola azienda, come sostiene Zappa, ma continuare a valorizzare l'avviamento perché esso racchiude delle informazioni preziose.

Il metodo quindi con il quale s'indaga l'avviamento, o per meglio dire si valuta l'azienda, deve essere rapportato allo specifico caso oggetto di valutazione.

Bisogna quindi valutare quale metodo possa meglio valorizzare l'impresa, quale sia la metodologia corretta che tenga conto di tutti i caratteri dell'azienda valutata.

Non si può procedere a priori con un metodo di valutazione senza prima aver analizzato com'è composta l'azienda, in quale settore opera, quanto ampio il business che produce e molti altri fattori.

Inoltre, proprio perché viviamo in un mondo globalizzato, non si può non considerare come sono valutate le aziende in altri paesi, si dovrebbe ricercare quindi una metodologia condivisa per valutare le aziende con i metodi maggiormente condivisi dagli operatori e dagli accademici.

Senza omogeneità nel valorizzare aziende simili non si potrà mai comparare realmente queste imprese, se ci si limita a vedere quello che è il valore complessivo dell'azienda, senza comprendere come si sia arrivati a quel valore, non si potrà effettivamente affermare che quell'impresa sia più sana di altre o con un avviamento maggiore.

La valutazione dell'avviamento quindi è utile per comprendere i maggiori profitti che un'impresa sarà in grado di realizzare negli anni a venire e come intende realizzare ciò rispetto ad altre imprese presenti nel mercato.

Capitolo 3

CRITICITA' E PROBLEMATICHE SULL'AVVIAMENTO

3.1 Premessa

In questo capitolo si cercheranno di affrontare alcune problematiche legate all'avviamento e alla crisi economico-finanziaria che perdura ormai da qualche anno.

Si analizzerà il rapporto tra l'avviamento e gli *intangibles* formati internamente, che molto spesso sono confusi con l'avviamento, ma allo stesso tempo si noterà come oggi ci sia una vera e propria corsa all'individuazione di nuovi *intangibles*, "spezzettando" l'avviamento in parti sempre più piccole con il solo scopo di incrementare la voce degli *intangibles* a discapito di quella d'avviamento.

Si vedrà come molto spesso nella pratica vi sia una certa diffidenza e/o riluttanza a procedere a una vera e propria analisi della voce avviamento, a discapito molto spesso dei valori rilevati in una *business combination*, soprattutto nel momento in cui si procede all'*impairment test*.

Proprio la crisi ha fatto emergere i limiti della procedura d'*impairment* dell'avviamento, facendo emergere un forte dibattito che ha messo in discussione il procedimento avvalorato dai principi contabili internazionali.

Si vedrà come la valutazione dell'avviamento sia ormai un argomento attuale sia per gli operatori sia per la dottrina, che stanno ripensando ai principi adottati una decina di anni fa.

L'*impairment test*, infatti, ha accentuato gli effetti della crisi sulle imprese, ciò ha portato a un ripensamento dello stesso e ha ampliato il dibattito anche sulla possibilità

di evidenziare l'avviamento prodotto internamente, che molto spesso si cerca di attribuire a qualche *intangibles* di dubbia natura.

Inoltre si analizzerà brevemente la teoria del *going concern value*, che in un periodo di crisi come quello attuale evidenzia la possibile convenienza di acquisire un'azienda in perdita.

3.2 Avviamento e *intangibles*

Importanza rilevante in questo paragrafo sarà data a quegli *intangibles* che sono creati internamente dall'azienda.

È noto, infatti, che per un principio di prudenza "patrimoniale" gli intangibili formati internamente non vengono capitalizzati, ma sono iscritti nel conto economico e spesati nell'esercizio di competenza (IAS 38).

L'iscrizione in bilancio degli *intangibles* permetterebbe una più corretta misurazione della performance aziendale, in termini di capitale investito nella realizzazione delle *performance* aziendali, e una più facile comprensione delle manovre di *earnings borrowing* (anticipazione degli utili) o *earnings lending* (spostamento degli utili al futuro) messe in atto dagli amministratori.

Un'inadeguata dotazione di intangibili interni consentirebbe un beneficio sul risultato economico ma anche una scarsa attenzione dell'organo amministrativo alle potenzialità della propria impresa.

Un'eccezione a quanto su esposto si ha nel caso dell'acquisizione di una società.

In tale caso i principi contabili internazionali permettono di valutare al *fair value* gli intangibili prodotti internamente dall'acquisita attraverso la cosiddetta *Purchase Price Allocation* (PPA), attraverso tale metodo è possibile allocare la differenza non spiegata, scaturente dal prezzo di acquisto delle quantità tangibili e intangibili, nell'avviamento.

In questa visione l'avviamento comprende quindi anche il valore degli *intangibles* acquisiti, che sono stati sviluppati nel tempo dall'azienda acquisita e che non potevano essere capitalizzati, né possono essere rilevati distintamente.

Da ciò è comprensibile come, in quest'ottica, maggiore è il valore attribuito all'avviamento, maggiore sono gli intangibili che la società aveva prodotto e che assoggetterà a *impairment test*.

Se tale società continua a investire fortemente in *intangibles*, questa potrebbe avere dei problemi nel superare il *test* di *impairment* poiché questi costi graveranno sui risultati economici, anche se sono dei costi con natura di investimento. Al contrario invece, se la stessa società rallenta gli investimenti in *intangibles*, che non possono essere capitalizzati, potrà passare più facilmente l'*impairment test*.

Paradossalmente perciò una società che investe si trova in difficoltà con l'*impairment test* a causa di un maggior peso dei costi degli investimenti, viceversa chi rallenta tali investimenti, cioè spende meno in intangibili non capitalizzabili, evidenzia buone *performance*.

Così facendo però la prudenza patrimoniale diviene imprudenza, in quanto, l'avviamento esprime il valore degli intangibili di formazione successiva rispetto alla *business combination* che ha fatto sorgere l'avviamento stesso¹.

In sede di recepimento dei principi internazionali, gli stessi hanno congelato l'avviamento rilevato tramite ITA Gaap e ammortizzato sino a quella data, assoggettando a *impairment test* l'avviamento stesso, in questo caso tale voce misura in parte gli intangibili in essere e in parte quelli di futura formazione.

Come in precedenza esposto, anche in questo caso la tendenza è di ridurre gli investimenti per migliorare le *performance* del breve periodo e superare agevolmente l'*impairment test*.

È evidente come i principi contabili internazionali non abbiano agevolato l'aumento degli investimenti finalizzati alla produzione interna d'intangibili e tale situazione si evidenzia ancora di più in situazioni, come quella attuale, di crisi economica, durante la quale gli investimenti porterebbero nel medio/lungo periodo un'impresa a ottenere *best practice* migliori delle concorrenti.

Importante è la proposta avanzata dal prof. Bini², il quale suggerisce, in sede di acquisizione da parte di una società per il controllo di un'altra, di rilevare gli *intangibles*

¹ M. BINI, "Misurare gli intangibili formati internamente per migliorare l'*impairment test* dell'avviamento", in *La valutazione delle aziende*, 2013, n. 69.

² Vedi nota precedente.

interni in seguito all'acquisizione e solo nella misura dell'avviamento rilevato in bilancio alla data della PPA.

In questo modo l'avviamento sarebbe progressivamente sostituito dagli intangibili di formazione successiva all'acquisizione.

Lo stesso ha analizzato alcuni indici borsistici delle principali società quotate italiane ed estere e ha visto come nei Paesi esteri, in particolare negli USA e in Germania, gli indici di borsa abbiano *performance* migliori di quelli italiani.

Per quanto concerne l'Italia si può notare una sottovalutazione delle società quotate, quindi una capitalizzazione di borsa inferiore al patrimonio netto contabile.

Questo, alla presenza d'intangibili iscritti in bilancio, tra cui l'avviamento, costituisce una presunzione d'*impairment* degli intangibili stessi, sulla base del presupposto (non dimostrato) che gli intangibili siano tra le attività più facilmente deteriorabili in termini di perdita di valore.

Il prof. Bini ha poi verificato che non esiste una correlazione tra la dotazione d'intangibili iscritti in bilancio e la sottovalutazione delle aziende italiane³, la sottovalutazione è causa di un'insufficiente redditività e qualunque sia la ragione della redditività particolarmente depresso il mercato non distingue fra beni tangibili e beni intangibili.

Se si considera che l'avviamento esprime il valore dei futuri intangibili a vita definita e non un sovrareddito, tesi in parte discutibile, con il trascorrere del tempo gli intangibili passati si consumano e parte dell'avviamento si trasforma in intangibile (ciò successivamente alla data della PPA).

La contabilità non consente di evidenziare quanta parte del *goodwill* si è trasformata in intangibile e quanta non si è trasformata e quindi dovrebbe essere svalutata.

³ Il prof. Bini ha messo a confronto il rapporto che esprime la sottovalutazione del mercato azionario rispetto ai valori contabili rapportata al totale delle attività, data dalla formula $(BV-MV)/TA$, in cui BV rappresenta il patrimonio netto contabile, MV la capitalizzazione di borsa alla data del 30 giugno 2013 e TA il totale attivo di bilancio, con l'intensità degli intangibili sul totale delle attività. Dall'analisi dei valori ritrovati è emerso che non esiste alcuna correlazione significativa fra dotazione di intangibili iscritti in bilancio e sottovalutazione di mercato azionario.

Partendo da un semplice esempio di PPA riferito a un'impresa target che in cinque anni ammortizza per intero il valore degli intangibili presenti in azienda e rilevati alla data di acquisizione dell'unità di business, se non vi sono variazioni inattese e l'entità continua a generare redditi costanti pari a 10 all'anno il suo valore recuperabile è sempre pari a 100⁴, ma il valore contabile della Cash Generating Unit è diminuito a 83,3.

Ciò è dovuto dal fatto che gli intangibili identificati in sede di PPA sono stati per intero ammortizzati, i beni tangibili sono stati rimpiazzati e l'avviamento non avendo subito perdite di valore è rimasto pari a 33,3.

Secondo il Bini questa rappresentazione contabile è distorta poiché se l'impresa ha mantenuto la sua capacità di reddito significa che oltre a rimpiazzare i beni tangibili, ha anche rimpiazzato i beni intangibili acquisiti alla data della PPA, però i beni nuovi intangibili sono stati prodotti internamente e non è possibile, ai sensi dello IAS 38, iscriverli in bilancio.

Lo stesso quindi avanza la proposta di iscrivere gli intangibili formati internamente nella misura massima dell'avviamento riconosciuto in sede di PPA, in progressiva sostituzione dell'avviamento stesso, che non essendo soggetto ad ammortamento rimane costante, a meno che non si rilevino *impairment losses*.

Se si potessero rilevare in bilancio questi intangibili di "seconda generazione" riducendo corrispondentemente il valore dell'avviamento si avrebbe una riduzione dell'avviamento originario considerevole.

Proseguendo per questo ragionamento si farebbe scomparire per intero intangibili e avviamento.

Allo stesso modo si potrebbe assoggettare l'avviamento ad ammortamento sistematico, tuttavia questa sarebbe una scelta convenzionale e rimarrebbe l'incentivo per le imprese a non ricostituire la dotazione d'intangibili con l'effetto di mostrare

⁴ Nell'esempio fatto si assume che il valore della società acquisita sia pari a 100. Il valore è ottenuto considerando un'impresa *steady state* (senza crescita) con un flusso di redditi operativi defiscalizzati (nopat) costante pari a 10 all'anno ad un costo del capitale (wacc) pari al 10%. In sede di PPA, dovendo allocare il valore di 100, si giunge ad avere la seguente suddivisione: beni tangibili per 50, beni intangibili per 16,7 e avviamento per 33,3.

migliori risultati negli anni post *business combination* (semplicemente prendendo a prestito utili dal futuro).

La soluzione proposta permetterebbe invece di distinguere fra azienda buona e azienda cattiva e fra aziende dotate di diverse tipologie d'intangibili.

L'azienda cattiva che non avesse coltivato la dotazione d'intangibili si troverebbe a subire l'*impairment* dell'avviamento, mentre l'azienda con intangibili a vita economica molto protratta si troverebbe a verificare la ricostruzione degli intangibili con frequenza molto più diradata rispetto all'impresa caratterizzata da intangibili a vita definita breve, con l'effetto di calibrare l'ammortamento dell'avviamento sull'effettivo consumo delle risorse utilizzate.

Il risultato più importante di questa proposta sarebbe di accrescere la rilevanza economica dell'*impairment test* e di consentire alle imprese buone di comunicare al mercato ragioni convincenti perché la capitalizzazione di borsa non possa essere inferiore al valore di bilancio.

Infine potrebbe essere adottata dallo *standard setter* sotto forma di opzione, consentendo alle imprese che scelgono tale opzione di iscrivere in bilancio il valore degli intangibili formati internamente post *business combination* con corrispondente decremento dell'avviamento, presumibilmente il mercato azionario premierebbe le imprese disposte a rendicontare dell'effettiva sostituzione dell'avviamento con intangibili di nuova formazione e si innescherebbe un circolo virtuoso.

Tuttavia è opinione di chi scrive che non vi è alcuna certezza sul fatto che il mercato azionario premierebbe queste aziende "virtuose", sia per il disallineamento informativo, che molto spesso è presente, soprattutto in tale mercato, sia per l'incertezza nel fare previsioni di medio lungo termine evidente nei giorni nostri, ci potrebbero essere infatti degli investitori disposti a speculare su questo e quindi a massimizzare il profitto nel breve periodo.

Inoltre è considerazione di chi scrive che l'ipotesi su cui si basa la proposta del prof. Bini, dato il reddito che si mantiene sempre costante per tutto il periodo post *business combination*, la quale implicherebbe il rimpiazzo dei beni intangibili precedentemente ammortizzati, condivisibile teoricamente facendo emergere gli intangibili internamente creati, non tiene conto che questi saranno diversi dai precedenti

e che quindi non hanno nulla da spartire con un avviamento rilevato al momento della PPA, poiché diversa sarà la strategia di chi governa l'azienda.

Oltretutto, secondo lo scrivente, si vorrebbe andar a intaccare un avviamento, rilevato correttamente al momento della *business combination*, che è espressione di quei maggiori redditi futuri che si presume di realizzare pur prevedendo di continuare a realizzare quegli stessi redditi, solo per far evidenziare l'esistenza di intangibili che sono, in un concetto più ampio, parte dell'avviamento.

Se il valore attribuito alla CGU (*Cash Generating Unit*) rimane effettivamente tale, è perché tali sono rimaste le condizioni di poter realizzare lo stesso reddito, precedentemente rilevato, e quindi tale dovrebbe mantenersi la struttura dell'attivo, qualora non si siano operati degli investimenti in beni tangibili oltre a quelli di sostituzione, così come l'avviamento non dovrebbe essere assoggettato a *impairment test*.

Bisognerebbe piuttosto, secondo chi scrive, permettere di rilevare in modo separato dalla voce avviamento, intesa come la capacità di creare dei sopraredditi nel futuro, quelli che sono gli intangibili creati internamente e che non sono capitalizzati se non al momento di una PPA, anche se si comprende quanto possa essere discrezionale tale divisione.

Ciò evidenzerebbe correttamente la composizione dell'avviamento, potendo assoggettare tutti gli intangibili a *impairment test* così che l'attivo rispecchia effettivamente il valore dell'azienda.

Nell'esempio preso in considerazione, il prof. Bini considera i seguenti intangibili: relazioni di clientela e tecnologia.

Per chi scrive, entrambe queste voci non sono soggette di per sé a un vero e proprio "degrado", consentono cioè di produrre redditi fintanto che non variano determinate condizioni, ad esempio le relazioni di clientela, dette anche pacchetto clienti, potrebbero essere cedute oppure si potrebbe verificare un cambiamento nella percezione dei clienti per cui questi acquistano meno.

Ci sono, infatti, molteplici cause esterne che possono incidere su queste voci di bilancio e che possono quindi far accrescere o diminuire il reddito di esercizio.

3.3 Avviamento e crisi economica

La crisi economica che abbiamo vissuto negli ultimi anni e che stiamo ancora cercando di superare, porta con sé molti aspetti negativi, però permette di ricercare nuovi modi per rappresentare contabilmente i fatti accaduti portando alla luce le problematiche che hanno amplificato gli effetti della crisi economica sulle imprese.

Tra le problematiche su citate sicuramente si ritrova la perdita di valore delle attività iscritte in bilancio, che per le imprese italiane vuol dire soprattutto perdita di valore dei beni immateriali e dell'avviamento.

La riduzione di valore delle attività iscritte in bilancio è disciplinata dallo IAS 36 il quale individua anche i quattro principali fattori che denotano un contesto di crisi per una determinata impresa.

I quattro fattori⁵ sono quelli di seguito elencati:

- Valore di mercato in declino;
- Cambiamenti negativi nel mercato economico, delle tecnologie e del diritto;
- Aumento dei tassi del mercato finanziario;
- Patrimonio netto contabile delle imprese maggiore rispetto alla capitalizzazione di borsa.

⁵ Lo IAS 36.12 enuncia: “Nel valutare se esiste un’indicazione che un’attività può aver subito una riduzione durevole di valore, l’entità deve considerare, al minimo, queste indicazioni:

Fonti esterne di informazione

- a) il valore di mercato di un’attività è diminuito significativamente durante l’esercizio, più di quanto si preveda sarebbe accaduto con il passare del tempo o con l’uso normale dell’attività in oggetto;
- b) variazioni significative con effetto negativo per l’entità si sono verificate durante l’esercizio o si verificheranno nel futuro prossimo nell’ambiente tecnologico, di mercato, economico o normativo nel quale l’entità opera o nel mercato al quale un’attività è rivolta;
- c) i tassi di interesse di mercato o altri tassi di remunerazione del capitale sugli investimenti sono aumentati nel corso dell’esercizio, ed è probabile che tali incrementi condizionino il tasso di attualizzazione utilizzato nel calcolo del valore d’uso di un’attività e riducano in maniera significativa il valore recuperabile dell’attività;
- d) il valore contabile dell’attivo netto dell’entità è superiore alla sua capitalizzazione di mercato [...].

L'Organismo Italiano di Valutazione dimostra come le imprese italiane, sulla base di questi quattro fattori, si trovino in stato di crisi⁶.

Dall'analisi del mercato borsistico italiano si è rilevato nel corso del 2011 una flessione dell'indice *FTSE Italy All Share* attorno al -24% su base annua; una costante diminuzione del PIL e un aumento dei tassi sui titoli di stato italiani (pari al 6,98%), oltre a un indice P/BV⁷ inferiore all'unità di euro per più della metà delle società quotate italiane.

Analizzando i fattori sopra descritti, qualora si verificano gli stessi vi è una presunzione di *impairment* dell'avviamento.

In particolare, è data maggiore importanza alla riduzione della capitalizzazione di borsa rispetto al patrimonio netto contabile, soprattutto se questa situazione si protrae nel tempo.

Tuttavia il prezzo di mercato delle azioni di minoranza risente di elementi che non necessariamente si riflettono sul valore recuperabile dell'avviamento, infatti, il prezzo di borsa si riferisce al prezzo delle azioni di minoranza mentre il valore recuperabile dell'avviamento si attribuisce al valore delle attività nette nella prospettiva del soggetto che detiene il controllo, inoltre il prezzo di borsa e il valore d'uso sono configurazioni di valori diverse.

Nonostante ciò, nella realtà dei fatti, si tenta di riconciliare il valore borsistico con il *fair value* dell'*Equity* stimato ai fini dell'*impairment test* e i mercati finanziari, nella maggior parte dei casi, tendono ad anticipare gli effetti delle crisi economiche, anche se ne possono amplificare il valore.

Oltre a queste presunzioni, bisognerebbe considerarne altre⁸ quali: le condizioni macroeconomiche generali (deterioramento delle condizioni economiche generali, fluttuazione dei cambi, limitazione all'accesso del mercato dei capitali); le considerazioni del mercato di riferimento (deterioramento del settore, maggior competizione, cambiamento nel mercato dei prodotti, modifiche legislative); gli

⁶ Organismo Italiano di Valutazione, *Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale. Linee guida*, 14 giugno 2012.

⁷ *Price to Book Value*, quotazione di borsa/patrimonio netto contabile per azione.

⁸ *Accounting Standard Update* n. 2011-08 FASB, *Testing goodwill for impairment*, paragrafo 350-20-35-3C.

indicatori di costo con effetti negativi sugli utili (ad es. aumento prezzo materie prime); peggioramento delle performance finanziarie (*cash flows* negativi, riduzione di ricavi/utigli); eventi riguardanti l'impresa (modifiche nel management, nella clientela); effetti riguardanti la CGU (svalutazioni attività immobilizzate, piani di vendita di parte della CGU).

Tuttavia nessuno di questi elementi singolarmente considerati può essere motivo di un *impairment loss*, infatti, deve essere precedentemente verificato il valore dell'avviamento.

L'informazione finanziaria prospettica (PFI, *Prospective Financial Information*) di fonte aziendale è la base per la stima del *fair value* e del valore d'uso.

In particolare il valore d'uso deve basarsi su delle proiezioni di *cash flow* ragionevoli e documentabili in grado di prevedere le condizioni economiche future.

Lo IAS 36 puntualizza che il valore attuale dei flussi finanziari deve essere calcolato utilizzando un tasso di attualizzazione che riflette le valutazioni di mercato in merito al costo del denaro e ai rischi dello specifico settore.

Ovviamente la PFI alla base degli *impairment test* deve essere predisposta utilizzando competenze qualificate e in buona fede, con ciò s'intende adottare previsioni appropriate e indipendenti rispetto ai risultati degli *impairment test*, complete e adeguatamente supportate.

A ciò viene in aiuto la guida AICPA⁹ "*Prospective Financial Information*" la quale definisce i fattori chiave costituenti la base per sviluppare ragionevoli previsioni; tali indicatori sono funzione dell'attività dell'impresa in oggetto e riguardano situazioni che influenzano le vendite, i costi operativi, la produzione, i finanziamenti.

Nel caso in cui, attribuendo diversi valori ai fattori chiave utilizzati, tutte le previsioni risultanti siano equiprobabili e nel caso in cui non sia possibile documentare tali ipotesi, occorre valutare se piccoli cambiamenti nelle ipotesi modificano significativamente i risultati dell'*impairment*, in caso affermativo è necessario motivare adeguatamente le scelte compiute.

In uno stato di crisi le scelte adottate dagli amministratori nel formulare le ipotesi alla base dei precedenti¹⁰ *impairment test* non sono ovviamente più attendibili.

⁹ AICPA, American Institute of Certified Public Accountants.

¹⁰ Lo IAS 36.10 prevede che l'*impairment test* debba essere fatto almeno annualmente.

L'orizzonte di previsione dovrebbe ragionevolmente accorciarsi, tuttavia questo contrasta con quello che era inizialmente il tempo necessario a recuperare il valore dell'investimento che ha generato l'avviamento.

Lo IAS 36.35, infatti, evidenzia che previsioni dettagliate e attendibili sui flussi finanziari futuri per archi temporali superiori ai cinque anni non sono disponibili, l'organo amministrativo può utilizzare previsioni a tale orizzonte temporale solo nel caso in cui possa dimostrare l'attendibilità di tali proiezioni anche sulla scorta di passate esperienze.

In questa situazione è rilevante analizzare lo scostamento tra consuntivo e budget al fine di valutare la ragionevolezza delle previsioni adottate dal management.

Esistono due differenti tipologie di scostamenti: quelli sistematici, che sono causati da fattori inattesi e hanno impatto sull'intero mercato (ad esempio calo della domanda interna), e quelli non sistematici, che non sono attribuibili a variazioni macroeconomiche o macrofinanziarie.

La presenza d'importanti scostamenti negativi di natura non sistematica mette a rischio l'attendibilità del budget, ciò comporta la revisione dello stesso in un'ottica più prudente.

La redazione del budget si basa in buona parte sulle performance storiche dell'impresa, in una situazione di crisi, queste ovviamente non sono più attendibili, in quanto, la crisi economica è un fattore di rottura rispetto all'andamento storico che normalmente si può riscontrare.

Molteplici sono gli effetti negativi che vengono a manifestarsi, come ad esempio la difficoltà di previsione oltre il breve termine, l'incremento dei premi per il rischio richiesto dagli investitori, la riduzione delle prospettive di crescita.

Tali incertezze si riflettono significativamente sulle previsioni utilizzate quali base del budget e il management dovrebbe tenerle a riferimento nello sviluppo delle previsioni stesse.

In un contesto di aggiustamenti apportati dalla direzione aziendale per adeguare il budget alla nuova situazione economica, è molto facile compiere errori di *double counting*, cioè si rischia di considerare più volte lo stesso fattore negativo, come ad esempio non adeguare i costi variabili considerando una riduzione delle vendite, cioè considerando un calo delle vendite non considerare anche una diminuzione degli

acquisti riferita alla medesima merce e/o una riduzione dei costi di gestione, oppure considerare un aumento dei costi delle materie prime e per questo una riduzione delle vendite senza analizzare se i clienti sono disposti a pagare un prezzo leggermente più alto il mio prodotto.

Così facendo si rischia un effetto “valanga” sugli *impairment test*, dovuto al sommarsi di aggiustamenti per il rischio ragionevoli e adeguati se considerati singolarmente, ma che complessivamente generano degli errori di *double counting*.

L'*impairment test*, quindi, può misurare il deterioramento del reddito che l'impresa subisce per effetto della crisi, vale a dire che questo può misurare la capacità aziendale di tenuta dei presupposti su cui si basa la strategia aziendale.

Se una variazione negativa dell'utile fosse da giudicarsi permanente, tale effetto si tradurrebbe nella riduzione del reddito assunto a riferimento nel budget, se viceversa la variazione negativa fosse transitoria, il valore futuro del reddito dovrebbe esprimere la tenuta della capacità aziendale di produrre utili e di far fronte alla crisi.

Particolare attenzione nella verifica d'*impairment* è la verifica dei *value driver*, ovvero le fonti di generazione di reddito permanente, generati dai beni intangibili dell'impresa che possono ripristinare la capacità di produrre reddito in un ambiente post crisi.

Se tale crisi incidesse negativamente sui *value driver*, l'organo amministrativo dovrebbe tenerne conto nel reddito utilizzato ai fini dell'*impairment test*.

Nel caso di una variazione negativa dell'utile l'impresa dovrebbe essere in grado di recuperare la propria capacità di produrre reddito, a tal fine è necessario procedere con un'analisi di sostenibilità dei piani.

I piani sono da giudicarsi insostenibili operativamente quando la crisi ha evidenziato l'insostenibilità del modello di business dei vantaggi competitivi della CGU in cui è allocato l'avviamento.

I piani possono anche essere giudicati insostenibili da un punto di vista finanziario, quando ad esempio c'è un eccesso d'indebitamento e l'impresa non è in grado di generare flussi di cassa necessari ad affrontare lo stesso, oppure quando il piano stima future perdite che richiedono ricapitalizzazioni cui il soggetto che detiene il controllo non può farvi fronte.

In questi casi mancano le basi su cui costruire la stima del valore d'uso¹¹, pertanto in alternativa bisogna verificare anche il *fair value* della CGU¹², il *fair value* esprimerà quindi il prezzo di cessione del business in un'ipotetica data di transazione nei confronti di partecipanti al mercato in grado di garantire alla CGU l'*Highest and Best Use*.

Ai fini del calcolo del *fair value* bisogna attenersi a quanto disposto dall'IFRS 13, secondo il quale il *fair value* può essere stimato sulla base dei criteri di costo, di reddito e di mercato.

Nel caso in cui, nello stimare il *fair value* di una CGU per la quale il modello di business non è più in grado di garantire HBU, è possibile considerare la ristrutturazione necessaria a ripristinare un'adeguata capacità di reddito o l'uso della CGU unitamente ad altre attività.

Nei casi in cui il piano è sostenibile sia finanziariamente sia operativamente, è necessario considerare previsioni alternative rispetto a quelle utilizzate per i flussi considerati nell'*impairment test*.

Da quanto detto sopra, è evidente che la crisi può dettare esigenze di riorganizzazione delle CGU con conseguente riallocazione dell'avviamento, ciò fa sì che la CGU alla data dell'*impairment test* assuma una configurazione diversa rispetto a quella dell'*impairment test* precedente.

Tali riorganizzazioni possono essere presunzione d'*impairment*, poiché queste sono fatte quasi esclusivamente per ragioni economiche, per poter ottenere maggiori sinergie di ricavo o di costo.

3.4 L'avviamento e il contesto italiano

Il D.Lgs. 28 febbraio 2005, n. 38, ha stabilito che a far data dal 1 gennaio 2005 le società quotate, le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico, le banche

¹¹ *International Valuation Standards 2011, IVS 300 "Value in use in specific to the entity a sit reflects the cash flows that the entity expects to obtain form continuing use of the asset over its anticipated useful life, including any proceeds from its ultimate disposal"*.

¹² Secondo lo IAS 36 la stima del valore recuperabile utilizzando il *fair value* è sempre consentita, tuttavia nell'analisi proposta si è considerato il valore d'uso poiché si basa su valutazioni meno opinabili.

italiane, gli altri intermediari finanziari vigilati dalla Banca d'Italia, le imprese di assicurazione, sono obbligate alla redazione del bilancio consolidato con i principi contabili internazionali IAS-IFRS emessi dallo IASB.

Per tutte le altre imprese, salvo quelle tenute alla redazione del bilancio in forma abbreviata alle quali è fatto divieto di applicare gli IAS-IFRS, è prevista la facoltà di adozione dei principi contabili internazionali in luogo di quelli nazionali.

A differenza di altri paesi, in Italia sono poche le società di grandi dimensioni che applicano i principi contabili internazionali sia al bilancio d'esercizio che a quello consolidato; la maggioranza delle società continua ad applicare i principi nazionali e le disposizioni del Codice Civile.

In questo contesto lo IAS 36 si applica anzitutto a quelle imprese italiane che, come sopra detto, redigono dal 2005 il bilancio contabile d'esercizio e consolidato con i principi contabili internazionali.

Questo assunto però non è del tutto vero, in quanto lo IAS 36 può essere applicato, nelle sue linee generali, anche a quelle imprese italiane che redigono i propri bilanci con i principi contabili nazionali.

L'art. 2427 co. 3-bis c.c., stabilisce che *“la misura e le motivazioni delle riduzioni di valore applicate alle immobilizzazioni materiali e immateriali, facendo a tal fine esplicito riferimento al loro concorso alla futura produzione di risultati economici, alla loro prevedibile durata utile e, per quanto rilevante, al loro valore di mercato”*, in sostanza le perdite di valore devono essere determinate in base ai flussi finanziari che le immobilizzazioni immateriali, nel nostro caso l'avviamento, possono generare e al *fair value*.

La normativa italiana disciplina le perdite durevoli di valore delle immobilizzazioni all'art. 2426 c.c., questo, infatti, dopo aver precisato che il criterio di valutazione delle immobilizzazioni è il costo storico, stabilisce che devono essere calcolate le perdite durevoli di valore.

I principi contabili nazionali sono intervenuti per regolare la rilevazione di tali perdite, in particolare è necessario che il valore recuperabile sia inferiore al valore contabile e che la perdita sia durevole, ovvero non transitoria e non reversibile.

Per le immobilizzazioni immateriali il valore recuperabile è stato individuato nel maggiore fra il valore d'uso, pari al valore attuale dei flussi di cassa derivanti dall'utilizzo del cespite e dal suo smobilizzo finale, e il valore di vendita.

La questione di non poca rilevanza è il calcolo delle perdite durevoli di valore dell'avviamento, che lo IAS 36 disciplina con l'introduzione dell'*impairment test*.

Il fatto è che l'impresa media italiana non possiede una struttura organizzativa tale da permettere formulazioni di previsioni economico-finanziarie al fine del controllo di gestione, di piani finanziari, del budget e piani pluriennali attendibili come invece è possibile riscontrare per aziende di grandi dimensioni.

Nella situazione attuale di crisi economica, è obbligatorio adottare l'*impairment test* per il calcolo della perdita durevole di valore dell'avviamento, ma ciò che ripercussioni ha sul bilancio d'esercizio?

Come detto nel primo capitolo, i principi contabili nazionali stabiliscono che l'avviamento debba essere ammortizzato in un periodo massimo di cinque anni, lo IAS 38 invece riconosce vita utile indefinita all'avviamento e quindi prevede che esso non debba essere ammortizzato ma assoggettato a verifica di valore, cioè a *impairment test*.

Questo comporta una maggiore volatilità e soggettività dei valori soggetti a *impairment test* rispetto a quelli valutati con il criterio del costo.

Nonostante i pregi dell'*impairment test*, tra i quali premiare le imprese che investono in *intangibles* prodotti internamente e valorizzati nell'avviamento nelle operazioni di acquisizione aziendale, esso presenta dei limiti quando si verifica un periodo di crisi prolungato, poiché è difficile prevedere dei flussi finanziari positivi su cui basare l'*impairment test*, tanto più dei sopraredditi.

Perciò parte della dottrina¹³ ritiene che il criterio del costo sia più adeguato rispetto all'*impairment* poiché questo, proprio nei periodi di crisi, sarebbe meno soggetto a svalutazioni che aggravano il bilancio delle aziende.

Tuttavia in periodi di crescita economica, è l'ammortamento a incidere sul bilancio aziendale imputando un costo che per lo più non sussiste poiché si possono ipotizzare facilmente dei sopraredditi per gli esercizi futuri.

¹³ M. FIORENTINO, "L'*impairment test* sull'avviamento: nuovo obiettivo della guerra alla crisi", in *Le Società*, n. 3, 2009.

Analizzando quindi il contesto societario italiano, le imprese che applicano i principi contabili nazionali si trovano in questo contesto di crisi “tutelate” dal procedimento adottato, in quanto si troveranno più facilmente nella condizione di non dover svalutare l’avviamento anche se è cambiato lo scenario futuro.

Viceversa le imprese che applicano i principi contabili internazionali, non avendo ammortizzato la voce avviamento si troveranno nella situazione in cui, applicando l’*impairment test*, dovranno svalutare tale voce in modo sostanzioso, appesantendo un bilancio d’esercizio, che già difficilmente evidenzia degli utili, dal sorgere di un costo che è espressione del mutato scenario internazionale.

Da ciò si può constatare come le due differenti strade contabili, *impairment* e ammortamento, comportino a due scenari completamente differenti al sopraggiungere di un periodo di crisi.

Infatti, applicando l’*impairment test* non si attribuisce alcun costo ai bilanci “precrisi”, non ipotizzando la stessa, la quale comporta una forte svalutazione della voce avviamento al suo verificarsi, avendo pertanto l’accentuazione della crisi, probabilmente, in un unico bilancio d’esercizio.

Al contrario, procedendo con l’ammortamento della voce avviamento fin dal momento in cui è iscritta in bilancio, si dividerà il costo di una presumibile crisi economica su tutti i bilanci d’esercizio, come a spalmare quello che è l’effetto di una forte svalutazione.

3.5 La revisione dell’*impairment test* sull’avviamento.

Nel paragrafo precedente si è potuto osservare come si sia aperta negli ultimi anni una vera e propria discussione sul procedimento dell’*impairment test* applicato all’avviamento, cioè se l’*impairment* è ancora in grado di rappresentare correttamente l’avviamento, soprattutto in un periodo di crisi.

Non a caso a luglio di quest’anno è stato pubblicato dall’EFRAG, *European Financial Reporting Advisory Group*, in collaborazione con gli organismi contabili di Italia e Giappone, rispettivamente OIC e ASBJ, un *Discussion Paper* riferito alle modalità di contabilizzazione e di rilevazione dell’avviamento.

Già nel gennaio 2014 il FASB ha emesso l'*Accounting Standards Update* (ASU) n. 2014-02 *Intangibles-Goodwill and Other, Accounting for Goodwill*, che permette alle compagnie private di optare per l'ammortamento dell'avviamento scaturente da un'operazione di acquisizione in 10 anni o in un tempo inferiore, in base alla vita utile di questo.

Nel *Discussion Paper* si è analizzata la storia dei principi contabili statunitensi, così come gli IFRS, perché è dal confronto tra IASB e FASB che si è messa in discussione la possibilità o meno di ammortizzare l'ammortamento.

Nel 1970 i principi statunitensi raccomandavano di ammortizzare l'avviamento per un periodo non superiore ai 40 anni, successivamente, negli anni ottanta gli IAS ridussero il periodo di ammortamento a 20 anni, probabilmente in seguito al cambiamento del contesto economico caratterizzato da maggiore incertezza.

Sul finire degli anni novanta i principi contabili statunitensi si armonizzarono ai dettami degli IAS e solo pochi anni dopo, con gli SFAS 141e 142, proibirono l'ammortamento dell'avviamento a favore dell'*impairment test*.

Nel 2004 fu emanato l'IFRS 3 sulle *business combination* che prevede di rilevare l'avviamento come un asset e di assoggettarlo ad *impairment test*, con le modalità previste dallo IAS 36, facendo venir meno la possibilità di ammortizzare lo stesso.

Tuttavia già a quei tempi si discuteva su quale potesse essere l'approccio migliore per meglio rappresentare l'avviamento nel tempo, infatti, vi era chi sosteneva la tesi dell'ammortamento dell'avviamento, chi quella dell'*impairment*, chi infine dava la possibilità di scegliere quale opzione tra i due metodi suddetti.

Lo IASB decise per l'*impairment* dell'avviamento poiché non è possibile determinare realisticamente la vita utile e il consumo dell'avviamento, così che qualsiasi periodo scelto per l'ammortamento dell'avviamento risultava puramente arbitrario.

Al momento la discussione sull'*impairment* dell'avviamento, e al possibile ritorno alla procedura di ammortamento, sta coinvolgendo gli *Standards Setter* di gran parte del mondo occidentale e delle economie emergenti, con un acceso confronto sia sulla metodologia da applicare, sia come questa viene applicata dalle imprese¹⁴.

¹⁴ In uno studio condotto dall'ICAI (*Institute of Chartered Accountants of India*) su com'è rilevato l'avviamento nel bilancio consolidato, per le migliori 100 imprese in India, su 60 imprese che avevano rilevato un avviamento, di cui 58 seguono il principio dell'*impairment test*, solo una giustificò

Nell'aprile 2014 anche la società di revisione KPMG si è introdotta nel dibattito, pubblicando un lavoro¹⁵ in cui sostiene la necessità di cambiare l'approccio contabile dello IAS 36, suggerendo di reintrodurre l'ammortamento poiché quest'ultimo si basa su dei principi di prudenza e semplicità, oltre ad essere meno legato a valutazioni soggettive.

Dopo tutto quanto premesso, il *team* di ricerca ha sviluppato le possibili alternative all'approccio *impairment* puro, le alternative a cui sono giunti sono:

- *Discernible-element*: separazione dell'avviamento in diverse componenti e applicazione di un diverso trattamento degli stessi;
- *Direct write-off*: l'imputazione dell'avviamento al conto economico, alla data di acquisizione;
- *Direct write-off*: l'imputazione dell'avviamento tra il patrimonio alla data di acquisizione;
- Ammortamento e *impairment*.

Il *team* di ricerca, nello sviluppo delle possibili alternative, si è focalizzato in prima battuta sulle considerazioni di tipo finanziario relative all'acquisizione dell'avviamento in una *business combination*.

L'approccio *discernible-element* guarda all'avviamento da due diverse prospettive: la prima "*top-down*", che permette di identificare l'unità generatrice di flussi finanziari più piccola alla quale il valore contabile dell'avviamento può essere imputato, e che considera l'avviamento come una rimanenza di valore; la seconda prospettiva "*bottom-up*"¹⁶ identifica l'avviamento come una componente della *business combination* e può essere considerato come un premio sull'acquisto, un premio pagato dall'acquirente sul sopravvalore degli assets dell'azienda acquisita.

Teoricamente la prospettiva *bottom-up* prevede di separare l'avviamento nelle sue componenti e utilizzare un diverso trattamento contabile per ciascuna di esse.

adeguatamente le ragioni che la portarono a svalutare l'avviamento, mentre su 50 imprese che non evidenziarono un *impairment loss*, nessuna di queste spiegò le ragioni che la portarono a questa conclusione.

¹⁵ KPMG, *Who cares about goodwill impairment?*, aprile 2014.

¹⁶ S. ANDOLINA, R. SILVA, *I nuovi principi contabili internazionali*, Sistemi Editoriali, Napoli, 2004.

Tuttavia questo approccio implica numerosi giudizi soggettivi nell'identificazione dei diversi componenti e per questo tale approccio non si ritiene applicabile dalla dottrina.

L'approccio *direct write-off*, con imputazione dell'avviamento al conto economico, trova l'appoggio di coloro che sostengono che l'avviamento acquisito in una *business combination* non appartenga alla definizione di asset¹⁷.

I sostenitori di tale tesi, tra cui lo UK ASB, sostenevano che l'avviamento fosse un ponte tra il costo dell'investimento, rappresentato nel bilancio finanziario dell'acquirente, e il valore attribuito alle attività e passività acquisite, piuttosto che una semplice attività o una perdita di valore, ma il *Conceptual Framework* redatto dallo IASB, definisce un asset come una risorsa controllata dall'impresa, risultante da eventi passati e portatrice di futuri benefici economici.

Alcuni credono che l'avviamento non incontri questa definizione, perché guardano solo alle componenti dello stesso e no al "*core-goodwill*", cioè il valore complessivo delle risorse dalle quali si attendono benefici economici futuri e che è dato dalla somma dell'avviamento dell'unità economica acquisita e dell'avviamento dell'aggregazione aziendale.

Il gruppo di ricerca, partendo dalla considerazione che l'avviamento si deve intendere come "*core-goodwill*", pensa che questo si adatti alla definizione di asset secondo il *Framework* suddetto perché è una risorsa controllabile, e tale controllo è dato dall'acquisizione aziendale; è il risultato di un evento passato, la *business combination*; i benefici economici futuri sono dati dalla combinazione tra il "*core-goodwill*" e gli altri asset.

L'approccio *direct write-off*, con l'iscrizione dell'avviamento tra il patrimonio, è un approccio che era previsto dallo IAS 22, il quale permetteva di non attribuire gli effetti economici della *business combination* nel conto economico.

Il gruppo di ricerca ritiene che questo approccio sia inappropriato perché portare a decremento l'avviamento dal patrimonio senza far transitare la *business combination* nel conto economico, sia una rappresentazione infedele dell'operazione avvenuta.

¹⁷ Lo UK Accounting Standards Board, sostiene che l'avviamento non sia un *asset* nel Financial Reporting Standard n. 10, *Goodwill and Intangible Asset*, pubblicato nel 1997.

Gli approcci *write-off* comportano molti svantaggi, tra tutti l'arbitrarietà nel calcolo delle immobilizzazioni immateriali collegate all'avviamento.

L'approccio dell'ammortamento dell'avviamento e quello d'*impairment* è giudicato positivamente in quanto l'avviamento è un asset che viene consumato e rimpiazzato dall'avviamento prodotto internamente.

Ammortizzare l'avviamento significa però stimare un periodo durante il quale lo stesso perde valore.

Uno dei principali svantaggi di questo approccio risiede proprio nella stima del periodo di ammortamento, poiché non è possibile prevedere la vita di utilizzo dell'avviamento acquisito e il modo in cui perderà di valore, qualsiasi periodo utilizzato per ammortizzare l'avviamento è solo una stima arbitraria sul consumo dell'avviamento acquisito durante questo periodo.

Inoltre molti analisti ignorano l'ammortamento dell'avviamento nelle loro analisi e molte imprese non lo considerano nella misura delle *performance* operative.

Si potrebbero avere, infatti, dei vantaggi reddituali anche successivamente al periodo di completo ammortamento dell'avviamento e ciò non potrebbe essere rappresentato fedelmente, poiché si avrebbero degli incrementi dei guadagni dovuti alla cessazione dell'ammortamento.

Gli investitori hanno osservato che i maggiori redditi derivanti dall'avviamento diventano presto obsoleti, considerando soprattutto il rapido progresso tecnologico.

Dall'analisi fatta da diversi studi sulle maggiori imprese, analisi fatte considerando diversi periodi storici in diversi paesi, si è arrivati alle seguenti conclusioni: l'abolizione dell'ammortamento dell'avviamento non riduce la volatilità dei guadagni; la variabilità dei guadagni non è prevedibile; l'avviamento non è sempre considerato un asset dagli investitori, soprattutto se presente da almeno due anni però brevi periodi di ammortamento forniscono informazioni rilevanti agli investitori.

In conclusione, è vero che è difficile stimare il periodo di ammortamento con estrema accuratezza ma è possibile stimarne uno ragionevole.

Pertanto, in considerazione di quanto detto finora, il gruppo di ricerca sostiene che la reintroduzione dell'ammortamento dell'avviamento sia appropriata perché riflette ragionevolmente l'usura delle risorse economiche acquisite nella *business combination* nel tempo e può essere applicato con adeguati livelli di veridicità e verificabilità.

Comunque l'introduzione dell'ammortamento non rimpiazza del tutto il bisogno dell'*impairment*, anche se questo a volte risulta di difficile applicazione per la scarsità di informazioni relative alla singola impresa poiché solitamente gli studi eseguiti sono riferiti al settore di mercato in cui opera.

3.6 La teoria del *going concern value*. Cenni.

In questo paragrafo si andrà ad accennare alla teoria che permette di valutare un avviamento negativo per le imprese in perdita.

Il punto cruciale è stabilire se le perdite subite da una determinata impresa si riprodurranno nel futuro e se esiste la possibilità di eliminarle o contenerle¹⁸.

Nel caso in cui ci trovassimo di fronte ad aziende che producono perdite irreversibili, la valutazione di azienda viene effettuata sui singoli beni suscettibili di vendita e non sul complesso aziendale stesso; viceversa la problematica della valutazione si pone nel caso in cui l'azienda sia risanabile.

Accanto ai principali metodi di valutazione esaminati nel capitolo precedente, si affianca la teoria del *going concern value*¹⁹, secondo la quale l'azienda, sebbene in perdita, per il solo fatto di funzionare, può vantare l'esistenza di valori immateriali positivi.

I sostenitori di tale teoria sostengono che, per costituire un'impresa *ex novo*, gli investitori devono sostenere diversi costi, che non verrebbero sopportati nel caso di acquisizione di un'azienda già esistente ed avviata sebbene in perdita²⁰.

Si può concludere quindi che secondo il *going concern value* si può far coincidere il valore del capitale economico dell'azienda in perdita con il valore che la stessa assume per l'imprenditore intenzionato al suo acquisto.

In questi casi non si può di certo parlare di avviamento positivo ma nemmeno di avviamento negativo, bensì si può esprimere un valore incrementale²¹ del patrimonio

¹⁸ L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano, 1987.

¹⁹ Tale teoria rientra tra i metodi patrimoniali di valutazione aziendale.

²⁰ T. ONESTI, *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 1988.

netto dovuto da quegli elementi per i quali l'impresa ha sostenuto costi in passato (spese di costituzione, organizzazione aziendale, personale, reputazione, ecc.).

Il punto sta nel determinare il valore incrementale che si basa sul concetto di costo-opportunità, ovverosia il valore attuale dei costi da sostenere per la costituzione di una nuova società (con le stesse caratteristiche dell'azienda che si vuole acquisire).

Il costo è dato dalle spese necessarie all'eliminazione dei fattori negativi causanti la perdita, oltre però a dei fattori immateriali rilevanti positivi che si vogliono riprodurre nel caso di costituzione di nuova società.

Si vuole cioè evidenziare la possibile convenienza, da parte degli investitori, di non costituire una nuova impresa con gli stessi elementi caratteristici di quella in crisi, bensì di acquisire l'impresa già avviata che presenta degli elementi immateriali rilevanti, anche se comporta il sostenimento di alcuni costi per poter tornare a produrre utili.

Si dovrà pertanto procedere a un confronto costi-opportunità per pesare la convenienza nell'acquisire l'azienda già funzionante piuttosto che costituirne una nuova.

Ad esempio, nel caso del personale dipendente, nel caso in cui fosse uno dei fattori della perdita, il relativo costo-opportunità è dato dal costo necessario per riprodurre le stesse abilità da una parte e dal costo sostenuto per eliminare l'eventuale forza lavoro in eccesso dall'altra.

Da un punto di vista operativo, oltre al calcolo del patrimonio netto rettificato e al valore degli elementi immateriali, è necessario valutare il valore correttivo negativo e il valore dei beni accessori.

Il valore correttivo negativo è dovuto al fatto che l'azienda, trovandosi in una condizione di disequilibrio, dovrà sopportare delle perdite, per un periodo massimo accettabile di due tre anni, per raggiungere una situazione di equilibrio.

Il valore dei beni accessori invece rappresenta il valore di quei beni suscettibili di autonoma cessione non compromettente il funzionamento aziendale.

Da un punto di vista matematico, la teoria del going concern value, si può riassumere come di seguito:

$$W = K' + V.Imm. + V.B.A. + V.C.N.$$

²¹ G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1994.

dove W è il valore dell'azienda in perdita, K' è il patrimonio netto rettificato, $V.Imm.$ è il valore degli elementi immateriali, $V.B.A.$ è il valore dei beni accessori e $V.C.N.$ è il valore correttivo negativo.

3.7 Conclusioni

La crisi economica ha imposto alla dottrina e agli operatori di rivedere la valutazione dell'avviamento dopo la sua rilevazione.

Si è acceso un forte dibattito su quale sia il metodo migliore, ammortamento o *impairment*, con il quale valutare l'avviamento acquisito, posto per base che l'avviamento generato internamente non può essere rilevato in bilancio.

Questo acceso dibattito è scaturito proprio per i limiti posti dall'approccio dell'*impairment test*, il quale in un periodo di crisi come quello attuale, prevede la svalutazione dell'avviamento perché le previsioni sul conseguimento di maggiori redditi in futuro vengono meno, ciò aggravando pertanto i bilanci di esercizio che vedono già delle forti restrizioni sugli utili.

Tuttavia sarebbe da chiedersi se effettivamente l'avviamento sia venuto meno, cioè se quelle ragioni che hanno spinto l'acquirente a pagare una cifra superiore in considerazione dei maggiori redditi che si aspettava non esistono più.

Infatti, se si considera che l'avviamento rappresenta dei sopraredditi che si conseguiranno in futuro rispetto al normale, sarebbe da chiedersi qual è il reddito considerato normale.

In tempo di crisi, in cui quasi tutte le imprese vedono una restrizione dei propri redditi, potrebbe essere che il maggior reddito che si riesce a conseguire sia proprio il raggiungimento di un reddito considerato normale per gli anni precedenti alla crisi.

Cioè bisogna contestualizzare il maggior reddito prodotto rispetto al tempo in cui si sta operando, in tempo di crisi questo ovviamente si potrà contrarre ma è da capire come.

Se si riprende quanto detto nel capitolo precedente, sulla scomposizione del reddito tra quello prodotto o derivato dalle attività presenti in azienda e quello invece prodotto

dall'avviamento, bisognerebbe domandarsi quale parte si sia effettivamente contratta per via della crisi.

Facilmente si può obiettare che entrambi i redditi si siano contratti per via della crisi, ma è parere di chi scrive che si dovrebbe comunque analizzare quale dei due redditi si sia contratto maggiormente, poiché potrebbe verificarsi il caso in cui siano le ragioni che hanno fatto iscriverne l'avviamento a permettere all'azienda di conseguire ancora dei redditi superiori agli altri concorrenti del settore.

Tuttavia, proprio per come si valuta l'avviamento, sarà difficile fare una tale considerazione, se si considerano i metodi indiretti di valutazione dell'avviamento, si valuterà sempre e comunque il reddito prodotto dall'azienda e da esso si giungerà al valore globale dell'azienda, per poi estrapolare quello dell'avviamento.

Ci si aspetterà quindi una riduzione del valore dell'azienda durante i periodi di crisi economica, com'è ragionevole presumere, e quindi anche una riduzione del valore di avviamento.

Ma poiché diventa estremamente incerto presumere un qualsiasi andamento dei redditi per gli anni futuri, è difficile anche valutare l'azienda, tanto più l'avviamento.

Da ciò quindi il “problema” dell'*impairment test*, che vedrà una svalutazione del valore di avviamento dovuta al ridursi del *fair value* e del valore d'uso per l'avviamento, rispetto alle nuove considerazioni poste in un periodo di crisi.

Queste considerazioni hanno amplificato il dibattito sul metodo da adottare per valutare l'avviamento, *impairment* o ammortamento, in considerazione dei redditi che sarà in grado di produrre.

Dal ripensamento dell'*impairment test* si è giunti, come visto nel capitolo, a riproporre l'ammortamento dell'avviamento, cioè a reintrodurre un metodo semplice ed efficace che permetta di imputare a costo l'avviamento in considerazione dei redditi che produce, anche se molto spesso il periodo in cui ammortizzare l'avviamento risulta essere arbitrario.

È opinione di chi scrive che, per quanto l'approccio dell'ammortamento garantisca semplicità e prudenza²², sconta comunque il soggettivismo di chi redige il bilancio e si presti troppo facilmente a politiche di bilancio.

²² Si consideri che questa metodologia è sostenuta anche dall'ipotesi che col passare del tempo all'avviamento acquisito si sostituisce l'avviamento prodotto internamente.

Si potrebbe dibattere sul punto che anche all'*impairment* si possa muovere tale critica, proprio per le previsioni sui redditi futuri che potrebbero imporre la svalutazione o meno dell'avviamento.

Un ritorno al passato, cioè all'ammortamento dell'avviamento, quasi esclusivamente per logiche di bilancio e per semplicità degli operatori sembra un errore grossolano, quasi a preferire la strada più semplice rispetto a quella più corretta.

Infatti, la logica della prudenza, ad avviso di chi scrive, non dovrebbe mai andare a intaccare quella che è l'informazione completa e veritiera.

Poter prevedere un tempo ragionevole nel quale l'avviamento esaurisca la sua capacità di produrre maggiori redditi è di certo lodevole, ma rischia di non rappresentare la realtà dei fatti.

Si rischia cioè di introdurre un procedimento puramente matematico, che sarà adottato dagli operatori senza una vera e approfondita riflessione sulla natura dell'avviamento e i maggiori redditi che esso potrà produrre negli anni.

Inoltre ammortizzare l'avviamento verrebbe a sotto intendere la sua natura di asset puro e semplice, e come tale da imputare a costo.

Tuttavia il principio di prudenza non deve essere abbandonato così semplicemente, poiché il non rispetto di tale principio rischia di essere un danno all'economia tutta, soprattutto considerando il rischio da parte degli investitori.

Bisognerebbe pertanto trovare un modo per garantire alla procedura d'*impairment*, un certo grado di prudenza come garantisce la procedura dell'ammortamento.

Sarebbe opportuno, ad avviso di chi scrive, introdurre, a fianco della procedura d'*impairment test*, la svalutazione dello stesso piuttosto che l'ammortamento.

Con ciò si vorrebbe affiancare l'*impairment* a una procedura di svalutazione annuale dell'avviamento, tramite la creazione di un fondo, nel quale iscrivere un valore che sia garantista di un ipotetico scenario negativo che potrebbe verificarsi nel tempo.

Si dovrebbe pertanto considerare il tempo in cui si prevede che l'avviamento non sarà più in grado di generare maggiori redditi, in modo ragionevole ma non predeterminato, e svalutare di anno in anno una parte del valore di avviamento per il rischio che esso corre di non generare più maggiori redditi.

Tuttavia questo procedimento rischia di essere più soggettivo di molti altri, si potrebbe pertanto svalutare l'avviamento in quote costanti o in quote crescenti per un

arco temporale di dieci o di venti anni, in base al settore, più o meno dinamico, in cui opera l'azienda.

In sostanza si vorrebbe adottare la tecnica di un fondo svalutazione rischi per il ragionevole dubbio che si possa verificare nel tempo un evento imprevisto che comporti la svalutazione dell'avviamento.

Tuttavia l'apertura, da parte della dottrina, alla possibilità di poter scegliere tra *impairment* e ammortamento dell'avviamento dovrebbe permettere agli operatori di rivalutare a fondo le scelte fatte nel passato.

Capitolo 4

VALUTARE L'AVVIAMENTO: UN CASO PRATICO

4.1 Premessa

Nel presente capitolo si analizzerà un caso concreto di valutazione dell'avviamento. Si osserverà come la valutazione dell'azienda e anche dell'avviamento dipenda essenzialmente dalle informazioni che possiede il soggetto valutatore.

Infatti, quando ci si pone di fronte all'azienda bisogna considerare quelle che sono le informazioni che essa ha o è in grado di reperire per poter valutare il suo andamento nel futuro. I dati storici sono di norma un buon punto di partenza ma non possono essere presi a riferimento *tout court*, devono essere riconsiderati e rivalutati in base ai possibili scenari futuri che potrebbero coinvolgere l'azienda.

Si vedrà come gli avvenimenti nell'ambiente esterno determinano possibili variazioni sul futuro dell'impresa, sulle scelte strategiche che intende operare, sui suoi ricavi e quindi sui possibili redditi futuri.

Si capirà inoltre come i metodi valutativi con i loro modelli matematici non sono altro che una guida, devono essere ben compresi e interpretati al meglio per valutare il singolo caso concreto, la mancanza di informazioni molto spesso obbliga chi valuta l'azienda a dover adottare dei metodi semplificativi in cui ridurre al minimo il grado di soggettività che insiste in una valutazione.

4.2. Quando valutare l'avviamento

La valutazione dell'avviamento di un'impresa può essere fatta in diverse fasi della vita della stessa e per motivi differenti, taluni sono stabiliti dalla legge, come ad esempio la cessione di azienda o di un suo ramo, trasformazione di società, altri assumono carattere informativo per i soci o eventuali investitori, interessati al valore dell'impresa.

La valutazione dell'avviamento, come visto nel capitolo 2, segue di norma la valutazione dell'intera azienda, salvo nel caso specifico di *impairment test* dell'avviamento, per questo motivo valutare l'azienda significa anche valutare l'avviamento.

Nel momento in cui deve essere individuato il valore economico¹ da attribuire all'azienda, rilevante importanza assume il ruolo del soggetto valutatore che, ad esempio nella cessione d'azienda, può essere il venditore, l'acquirente o una terza parte.

Il ruolo da ciascuno coperto non garantisce indifferenza sul metodo valutativo utilizzato, anzi, la stessa azienda al termine del processo valutativo potrebbe rilevare differenti valori.

Ad esempio, dal punto di vista del venditore, i dati finanziari attuali e previsionali assunti come base del processo valutativo dell'azienda saranno quelli attesi dallo stesso, è chiaro quindi come il valore economico attribuito all'azienda è funzione delle ipotesi e delle stime del venditore sul futuro andamento del mercato nel quale opera l'azienda.

Un altro punto di vista è quello dell'acquirente, a tale proposito è necessario distinguere tra acquirente imprenditore, investitore o speculatore².

L'acquirente imprenditore acquista l'azienda con l'ovvio scopo di gestirla, pertanto il valore che assegnerà a essa sarà calcolato sulla scorta dei risultati attesi sotto la propria guida.

¹ Come precedentemente spiegato nel capitolo 1 paragrafo 3, il valore economico è il risultato della capitalizzazione dei futuri redditi dell'azienda, come suggerito dallo Zappa.

² G. ZANDA, M. LACCHINI e T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1994.

L'acquirente investitore, invece, guarda all'azienda come un investimento, egli perciò non ha come fine ultimo la gestione della stessa. In questo caso la valutazione avverrà in base a metodologie di calcolo di valutazione degli investimenti.

L'acquirente speculatore, infine, ha l'intento di massimizzare nel breve periodo la plusvalenza che si genera dall'acquisto e dalla successiva cessione dell'azienda, quindi il valore che sarà attribuito alla stessa prenderà a riferimento utili raggiungibili in un breve arco temporale.

In tali casi non si ha un'oggettiva stima del valore economico dell'azienda, ma di un semplice valore di cessione per le varie parti in causa.

Oltre alle due posizioni in precedenza illustrate, ne sussiste quantomeno una terza che si propone come indipendente e al di sopra delle parti: il perito. Solitamente questo è nominato dal tribunale oppure di comune accordo dai soggetti partecipanti alla negoziazione.

In quest'ottica, per la valutazione del valore economico è necessario il concorso di due requisiti³: oggettivo e soggettivo.

Il requisito oggettivo ha a che vedere con la finalità della valutazione, segnatamente il trasferimento d'azienda, cessione o fusione. Il requisito soggettivo si basa sulla posizione del perito. Quest'ultima assume importanza rilevante al fine della valutazione, infatti asseverato che il capitale economico è un'entità astratta, si pone l'esigenza di ricorrere a stime e ipotesi per la determinazione dei dati quantitativi necessari alla sua valutazione. È naturale che stime e ipotesi comportino un certo grado di soggettività che deve essere "controllata" da spiegazioni ragionevoli e logiche.

Come suggerito dal Guatri⁴ si possono individuare almeno tre requisiti che una valutazione del capitale economico eseguita secondo metodologie attendibili dovrebbe soddisfare: razionalità, obiettività e generalità.

Secondo la razionalità il metodo deve essere concettualmente corretto e supportato da una certa consistenza teorica. Per essere obiettivo il metodo deve essere basato su dati credibili e concretamente applicabile, è naturale che man mano che la ricerca dei flussi finanziari si proietta nel futuro, diminuisce l'attendibilità dei dati.

³ Vedi nota 2.

⁴ L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, Giuffrè, Milano, 1990.

Infine la generalità prevede che il metodo valutativo prescindenda dalle logiche delle parti negoziali. Il requisito di generalità, a volte detto anche di neutralità, porta alla luce la differenza tra il valore economico attribuito dal perito all'azienda e l'effettivo corrispettivo pagato per la stessa. Di fatti, si voglia per asimmetrie informative tra acquirente e venditore, interessi economici sottostanti l'affare o forza contrattuale, è imprescindibile il divario tra prezzo e valore economico.

Per tutto quanto sopra detto, la valutazione dell'azienda non deve prescindere da strategie e piani decisi ma non ancora attuati, essa esprimerà pertanto un valore teorico sul quale i contraenti faranno riferimento per stabilire il corrispettivo.

Ovviamente, essendo il capitale economico un'entità astratta, è impossibile che la sua valutazione sia al cento per cento obiettiva, nel suo processo di valutazione entrano in gioco ipotesi e congetture differenti a seconda del perito. Ci si attende però un divario non così ampio tra le varie valutazioni.

4.3 La difficoltà nel reperire le informazioni

In questo paragrafo si vuole analizzare uno dei problemi fondamentali che stanno alla base di una corretta e veritiera valutazione d'azienda: l'informazione.

La base informativa è indispensabile per poter analizzare il quadro economico e di settore nel quale l'impresa opera, la storicità dei dati aziendali, il conto patrimoniale, le informazioni in merito ai tassi del mercato finanziario e i piani strategici pluriennali definiti dall'imprenditore.

È possibile scomporre la base informativa in informazioni per le valutazioni assolute⁵, per le acquisizioni e per le valutazioni relative.

Le valutazioni assolute racchiudono quei procedimenti basati su modelli e formule.

Questi tuttavia nascondono dei vuoti informativi perché solo se si valutano correttamente i fattori determinanti la valutazione (leve del valore), allora si potrà affermare che essa esprime correttamente il valore che si sta cercando, ad esempio solo

⁵ Si veda capitolo 2.

se si valuta correttamente il reddito negli anni a venire si potrà affermare che la valutazione dell'azienda o dell'avviamento è corretta.

Il Guatri⁶ ha identificato diverse leve del valore a livello di Business Unit e a livello Corporate.

A titolo esemplificativo per ogni Business unit possiamo trovare: leve collegate alle condizioni dell'ambiente esterno (potere dei fornitori, contesto di mercato, ciclo di vita, concorrenza, grado di innovazione), leve collegate alle competenze di base (acquisti, vendite, produzione, distribuzione, marketing) e leve collegate alle competenze distintive (ricerca e sviluppo, intangibles, risorse umane).

A livello corporate invece, le leve possono essere identificate nel management, posizionamento di mercato, capacità strategica, finanza.

Ciascuna di queste classi contiene al suo interno ulteriori leve che permettono all'impresa di distinguersi nel mercato di riferimento e quindi di incrementare il proprio valore.

Detto ciò, è comprensibile come sia impossibile per qualsiasi formula matematica o modello statistico catturare tutti questi fattori, pertanto è inevitabile incappare nei vuoti informativi.

Tra i tanto discussi metodi di valutazione aziendale, quelli che catturano poco le leve fondamentali, sono i metodi patrimoniali semplici, poiché il valore complessivo non dipende dai flussi o redditi attesi.

Un miglioramento si ha con i metodi che prevedono l'attualizzazione dei flussi futuri, come ad esempio il metodo finanziario, i quali guardando ad un orizzonte temporale nel medio lungo periodo permettono di analizzare più aspetti della singola azienda.

I metodi misti patrimoniali reddituali, con calcolo autonomo del goodwill o badwill, permettono di tenere conto di molte leve del valore, secondo taluni⁷ però non ne tengono conto in modo accurato e approfondito, anche se nelle più recenti versioni è accresciuta l'attenzione al concetto reddituale e quindi anche alle leve.

⁶ L. GUATRI e L. SICCA, *Strategie, leve del valore, valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano, 2000.

⁷ L. GUATRI e M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

Tuttavia, dall'analisi e dalla previsione futura delle leve, a volte non svolta in modo accurato, si rilevano molto spesso non dei termini quantitativi ma piuttosto delle mere indicazioni qualitative sui flussi e i tassi di attualizzazione attesi, ciò in base alla ricerca che viene fatta sulle leve, a volte scarsa o inesistente, che permette solo delle interpretazioni soggettive e intuitive.

Risulta però impossibile analizzare e approfondire tutte le leve, anche per una macroimpresa, perciò di norma ci si focalizza su quelle che vengono definite leve-chiave, cioè quelle leve che variano sensibilmente nel corso degli anni e influenzano i flussi attesi in modo rilevante.

Ciò evidenzia come sia importante la base informativa, soprattutto l'analisi strategica, che evidenzia l'andamento macroeconomico, l'analisi di settore e di mercato, e inoltre rileva le competenze corporate.

Le informazioni così ottenute però devono essere rielaborate, ripensate e utilizzabili nell'analisi che si sta svolgendo, rendendo il tutto comprensibile agli informatori e agli stakeholders.

L'analisi quindi può essere svolta o tramite modalità organizzate o tramite modalità informali, cioè lasciando ampio spazio alle doti dell'esperto valutatore.

Anche se è impensabile prescindere da un modello interpretativo e di analisi, tuttavia una certa componente di soggettività e di informalità è sempre presente nelle valutazioni sulle leve, che possono riguardare le condizioni dell'ambiente esterno, le competenze di base e le competenze distintive.

Quelle enunciate poc'anzi si possono definire anche come leve del valore, che si distinguono da quelle definite leve del prezzo, cioè quelle leve rivolte in particolar modo alla comunicazione finanziaria e strategica, per far comprendere e apprezzare agli operatori esterni le politiche e le strategie che opera l'azienda.

Rilevante importanza assumono anche i dati storici che sono il punto di partenza del processo valutativo. A tal fine, più che i dati assoluti che di solito risultano poco esplicativi, i dati relativi e gli indici di bilancio sono quelli che permettono di verificare più velocemente l'andamento dell'impresa e consentono di stimare più agevolmente i dati futuri.

Accanto all'informazione storica relativa ai dati contabili desumibili dal bilancio dell'impresa, non bisogna tralasciare quei dati che non possono essere desunti dalla

contabilità. Si sta parlando degli intangibili prodotti internamente, che esprimono una significativa informazione in merito gli investimenti effettuati dall'imprenditore/organo amministrativo, e delle minusvalenze/plusvalenze delle attività e passività che non vengono rilevate dalla contabilità. Tali valori offrono un surplus informativo che integra i dati contabili al fine di rendere la valutazione più precisa e attendibile.

Precedentemente si è voluto sottolineare come i modelli patrimoniali semplici siano ormai del tutto superati in quanto non permettono di tenere in considerazione molte leve di valore che invece il perito dovrebbe valutare. Di fatto però un'analisi dei flussi attesi futuri non può prescindere dai dati patrimoniali che sono la base su cui si fondano i principali modelli di valutazione. La stima del goodwill o badwill, ad esempio, non è altro che la differenza dei valori attuali attribuiti alle attività e alle passività del conto del patrimonio rispetto al valore dell'intera azienda.

L'informazione patrimoniale, infatti, come detto anche nel capitolo 2, è sempre un'informazione utile nel valutare un'azienda, poiché contiene una serie di indicazioni che a volte risultano indispensabili. Tra i vari, oltre ad essere utile per la scomposizione del valore globale dell'azienda e individuazione dell'avviamento, può servire quale base del processo di ammortamento delle immobilizzazioni per la normalizzazione dei redditi storici e futuri, per controllare la dinamica del valore dell'impresa e la misura del valore generato. Inoltre potrebbe servire per determinare il valore di liquidazione di un'azienda, cioè il valore minimo di qualsiasi stima aziendale, fondato sull'ipotesi di chiudere l'attività e di procedere alla realizzazione dell'attivo e al pagamento delle passività.

L'informazione, nell'acquisizione di azienda, risulta pertanto un fattore cardine per la valutazione dell'acquisenda, in questo caso le leve del valore sono costituite da quegli interventi migliorativi che l'organo amministrativo della società in oggetto non è stato in grado di effettuare, tali interventi possono essere individuati con il termine di vantaggi sinergici che il perito è chiamato a identificare al fine anche di stabilire se il prezzo di acquisto è conveniente. Vale anche in questo caso quanto detto sopra sull'incertezza delle stime legate alla probabilità di realizzo di tali vantaggi.

Il tema della valutazione aziendale attraverso modelli di calcolo assoluti, apre il tema della redazione di ragionevoli e affidabili piani pluriennali. I flussi attesi nel

medio-lungo termine e i rischi ad esso correlati sono dati quantitativi in cui rimane forte il peso della predizione di futuri eventi.

Tali grandezze sono ovviamente riscontrabili nella loro correttezza sostanziale solo dopo molto tempo, a priori quindi è difficile avere la certezza che la previsione fatta si realizzerà soprattutto negli ultimi anni in cui la crisi economica si è accentuata, il problema della volatilità delle informazioni è accresciuto.

Per incrementare l'affidabilità e la dimostrabilità delle previsioni, l'azienda può redigere un piano pluriennale che esprima le leve determinanti del suo valore, attraverso la determinazione iniziale della posizione della società nel mercato e la proiezione futura delle informazioni che la stessa offre. Spesso la redazione di un buon piano comporta ricerche complesse per la determinazione della posizione attuale dell'impresa, ricerche basate anche sulla realtà storica, come atteggiamento prudentiale, anche per la determinazione dei risultati futuri.

Il perito esterno tuttavia potrebbe trovarsi in difficoltà nell'interpretare correttamente i dati aziendali forniti dall'impresa stessa, poiché ha una conoscenza limitata su quelle che sono state e saranno le dinamiche aziendali e/o di settore.

Le valutazioni relative invece sono quelle basate sui moltiplicatori, cioè sul metodo indiretto dei multipli. Condizione necessaria e sufficiente per l'applicazione di tale metodo è la necessaria comparabilità delle imprese. Considerando che nel mercato non esistono imprese identiche, la comparabilità è naturalmente approssimata, il perito deve quindi stabilire determinati fattori per rendere l'azienda oggetto di valutazione comparabile con altre di cui si conoscono i valori di acquisizione, come ad esempio appartenenza allo stesso settore, dimensione, rischi finanziari etc.

Per svolgere questa valutazione, quindi, è necessaria una specifica e idonea base informativa di difficile reperibilità, oltre che riferita a un periodo storico di breve durata, infatti, pur aggiornando i valori monetari, non potrebbero essere comparabili i prezzi di acquisizione per due aziende acquisite in momenti storici differenti, come può essere un'acquisizione avvenuta negli anni cinquanta o sessanta, in pieno boom economico, rispetto ad una avvenuta agli inizi del ventunesimo secolo.

Quanto detto fin qui, pertanto, evidenzia come sia necessario avere una discreta base informativa che permetta di conoscere e valutare l'andamento dell'azienda e del

settore in cui opera, e inoltre valutare i possibili scenari che possono verificarsi in base al mutamento delle condizioni dell'ambiente esterno.

Il reperimento di tali informazioni, e l'analisi degli scenari possibili, non sono disponibili in modo gratuito per le diverse aziende, recuperare le informazioni necessarie, valutare la loro correttezza e analizzare i risvolti economici che avranno sull'azienda comporta a dei costi sostanziosi che non tutte le aziende possono permettersi.

Infatti, molto spesso solo le multinazionali o le grandi imprese che operano in uno specifico settore hanno dei veri e propri uffici dedicati alla valutazione e redazione dei piani pluriennali economici, con valutazioni dettagliate su quelle che sono le leve chiave per l'azienda in oggetto, con analisi di probabilità sui diversi scenari che possono verificarsi.

Molto spesso, invece, si acquisiscono le informazioni da società ad hoc, quali possono essere le aziende di revisione o consulenza aziendale, che valutano e redigono i piani della singola azienda avendo a disposizione nei loro data base una mole di informazioni maggiore rispetto alle singole aziende, inoltre essendo specializzate in questo tipo di valutazioni, analizzano in modo autonomo quelli che possono essere gli scenari futuri a livello di singoli settori.

Viceversa, le piccole o medie imprese, oltre alle microimprese, possono contare solamente sulle informazioni rese pubbliche da associazioni di categoria o dagli istituti di ricerca statistica, che analizzano per lo più i contesti macroeconomici o di alcuni settori considerati fondamentali per definire l'andamento economico, quali possono essere il settore automobilistico, il settore agrario o le vendite industriali, senza però approfondire per singole voci di mercato (tipo nel settore agrario la suddivisione può essere fatta per agrumi, singole verdure maggiormente prodotte, olive ecc.).

Da ciò deriva che la valutazione di grandi imprese o multinazionali è di certo più ricca di informazioni, così da essere tendenzialmente più veritiera o basata meno su facili teorie macroeconomiche che potrebbero anche discostarsi per quel determinato settore.

Questo implica che la valutazione di PMI o microimprese dovrà basarsi esclusivamente su quelle che sono le poche informazioni a disposizione sulla singola azienda e rispecchiare quello che potrebbe essere l'andamento economico generale,

basandosi soprattutto sui dati storici senza poter valutare a fondo quelle che sono le caratteristiche dell'impresa e tantomeno l'andamento del settore.

Si vuole evidenziare proprio come il contesto italiano sia in questo caso penalizzato, o penalizzante, sulla possibilità di rintracciare informazioni per ogni singolo settore e come molte imprese non abbiano la possibilità, soprattutto in periodi di crisi come questo, di poter acquisire le informazioni necessarie, o commissionare degli studi più o meno approfonditi, per la redazione di piani strategici di sviluppo o per la valutazione della stessa impresa.

Vi è quindi una netta spaccatura sulla possibilità di fare previsioni a medio lungo termine tra grandi imprese e piccole medie imprese, dovuta soprattutto alla possibilità economica delle prime di poter acquisire le informazioni e delle seconde di non sentirne molto spesso il bisogno, poiché di norma ragionano solo nel breve periodo.

4.4 Valutazione dell'avviamento di una microimpresa: un caso pratico.

In questo paragrafo si vuole presentare un esempio di valutazione aziendale con stima dell'avviamento per una microimpresa, descrivendo le varie problematiche incontrate nel corso della valutazione.

Il documento preso in analisi è una perizia di stima del valore di un'azienda, redatta ai sensi dell'art. 5 della legge n. 448 del 2001⁸ "*Rideterminazione dei valori di acquisto di partecipazioni non negoziate nei mercati regolamentati*", la quale prevede di

⁸ Tale norma consente di rivalutare il valore della partecipazione acquisita e rideterminarne il valore ai fini fiscali, onde prendere questo nuovo valore come base di riferimento per calcolare una eventuale plusvalenza o minusvalenza derivante dalla cessione della partecipazione. Infatti, ai fini delle imposte sui redditi, l'eventuale plusvalenza deriva dalla differenza tra il valore di vendita e quello di acquisto o del costo della partecipazione, invece questa norma prevede di poter utilizzare il valore derivante dalla perizia al posto di quello di acquisto o di costo. Considerando che di norma il valore di una società cresce nel tempo, si permette al contribuente, pagando un'imposta sostitutiva sul valore periziato, di avere un risparmio fiscale sui redditi di capitale derivanti dalla eventuale plusvalenza.

determinare il valore dell'azienda per poi procedere al calcolo della plusvalenza o minusvalenza sulla partecipazione ceduta, ai fini delle imposte sui redditi.

Con la finanziaria 2014, legge 147 del 2013, il legislatore ha voluto inserire nuovamente questa possibilità per chi nel 2014 o in anni successivi voglia cedere in parte o per intero la sua quota societaria, riferita però solamente alle società non quotate (S.r.l., S.a.s., S.n.c. e S.s.).

La normativa, di sicuro interesse fiscale per chi detiene una partecipazione societaria, obbliga alla redazione di una perizia giurata di stima sull'intero valore della società, dalla quale poi desumere il valore di ogni singola partecipazione, alla data del primo gennaio 2014⁹.

La perizia considerata valuta una società costituita per svolgere l'attività di vendita al dettaglio di prodotti ittici freschi, un banco del pesce o pescheria per essere più chiari, una microimpresa come tante altre nel settore del commercio al dettaglio di prodotti alimentari, e come tale con tutti i problemi informativi che può avere una microimpresa.

4.4.1 Il criterio di valutazione adottato

Nella perizia il metodo adottato per valutare l'azienda è stato quello patrimoniale complesso con stima autonoma dell'avviamento, oltre a considerare il valore di mercato per la cessione dell'azienda.

Il primo metodo preso a riferimento dal perito ha consentito di valutare l'azienda dal punto di vista patrimoniale, valutando il patrimonio netto rettificato, al quale ha sommato il valore dell'avviamento, che nel caso di aziende commerciali come quella considerata viene spesso assimilato al valore della licenza¹⁰.

⁹ La legge n. 448 del 2001 prevede la valutazione dell'azienda alla data del 1 gennaio 2002, con il termine del 30 settembre 2002 entro il quale giurare la perizia e pagare l'imposta sostitutiva. Successivamente il legislatore, tramite leggi finanziarie, ha più volte concesso la rivalutazione della partecipazione, riaprendo i termini per versare le imposte sostitutive e rivalutare la società. Nel caso analizzato la perizia giurata doveva essere asseverata entro il 30 giugno 2014, stessa data per il versamento delle imposte sostitutive.

¹⁰ La licenza era l'autorizzazione data dagli organi preposti, di norma il Comune, a esercitare quella specifica attività all'interno di un luogo o area ben determinata, alla sussistenza di determinati requisiti. Si

Il secondo metodo adottato invece è stato il metodo comparativo, come enunciato nel capitolo 2, cioè si sono osservati i prezzi di vendita richiesti per la cessione di attività simili, e si è preso a riferimento un valore medio quale valore complessivo dell'azienda.

Per aziende così piccole è più facile che si possa riscontrare un mercato di riferimento, cioè ci sia una domanda e un'offerta rispetto all'acquisto di tali aziende, piuttosto che per grandi imprese, ove difficilmente, soprattutto nel nostro paese, si possono riscontrare frequenti cessioni di attività.

Il fatto di adottare un secondo metodo per valutare l'azienda è dovuto dal fatto di utilizzare un metodo, di norma il secondo, come verifica del valore riscontrato con l'utilizzo del primo metodo di calcolo.

La scelta di adottare un metodo di calcolo e uno di verifica da parte del perito è senza dubbio corretta, non fermarsi al valore riscontrato tramite l'utilizzo di un metodo solo, serve senza dubbio a verificare se si è svolti correttamente la valutazione.

La scelta di adottare un metodo patrimoniale complesso piuttosto di un metodo reddituale sembra appropriata poiché si è voluto valorizzare anche il patrimonio presente in azienda, come si vedrà, infatti, all'interno dei beni posseduti dalla società vi è anche il leasing di una imbarcazione¹¹, cosa rara da trovare in società simili a questa.

Il metodo comparativo, pur essendo molto utile per comprendere se la valutazione fatta è quanto più corretta, proprio per il fatto di mettere a confronto i prezzi di cessione piuttosto che i valori aziendali, come detto nei capitoli precedenti, rischia di essere di difficile applicazione. Tuttavia, parlando di microimprese, molto spesso il prezzo di cessione rispecchia quello che è il valore dell'azienda, poiché le carenze informative non permettono di valutare appieno il valore dell'impresa.

usava pertanto attribuire nel linguaggio comune un valore alla licenza in base ai redditi che quella determinata autorizzazione consentiva di ricavare. Con la liberalizzazione delle licenze, chiunque adesso, salvo i requisiti richiesti, può aprire qualsiasi attività commerciale dove vuole. Si può ben comprendere però che, per quanto la licenza avesse effettivamente un determinato costo, la si confondeva con il valore di avviamento dell'azienda, proprio per come veniva calcolato il suo valore.

¹¹ Per quanto un bene detenuto in leasing non è giuridicamente della società che lo utilizza, a livello economico si può affermare che il leasing non è altro che una forma di finanziamento per la società che utilizza il bene, tanto più che è possibile determinare un valore di cessione per il contratto di leasing.

Le carenze informative sono anche alla base della scelta di utilizzare il metodo patrimoniale complesso, poiché la stima dei redditi futuri rischia di essere una valutazione soggettiva del perito, inoltre essendo la società analizzata una Società in nome collettivo (S.n.c.) non ha l'obbligo di redigere il bilancio d'esercizio e tantomeno tenere conto della situazione finanziaria, pertanto non esiste né un conto economico né uno stato patrimoniale dal quale poter ricavare dei dati utili per valutare l'azienda con il metodo finanziario.

L'unico aiuto deriva dalla tipologia e dal modo di fare impresa dell'azienda considerata, poiché essa commercia al dettaglio prodotti freschi, i ricavi fatti si possono presumere tutti incassati poiché di norma non si concede credito ai clienti privati. Allo stesso modo poiché l'acquisto del pesce è eseguito quasi esclusivamente al Mercato Ittico, questo ha un regolamento da rispettare per il quale funge quale organo di garanzia tra i venditori e gli acquirenti, permettendo solo a soggetti autorizzati di potervi accedere, garantendo così i venditori e regolando gli scambi avvenuti all'interno, pertanto tutti gli acquisti di merce si possono considerare pagati al momento dell'acquisto.

Da ciò deriva che ricostruire lo stato patrimoniale e il conto economico di un'azienda simile è abbastanza agevole, tuttavia poiché non esistono solo le vendite e gli acquisti di merce da un punto di vista finanziario, è difficile poter ricostruire l'andamento dei flussi finanziari nel tempo. Considerando la mancanza di uno stato patrimoniale redatto con l'applicazione dei principi contabili, poiché per il tipo di società considerato la legge non prevede la redazione di un bilancio civilistico, risulta già arduo ricostruire il patrimonio dell'azienda ad una determinata data, si immagina cosa vorrebbe poter dire ricostruirlo o stimarlo per un arco temporale di tre o cinque anni.

4.4.2 Calcolo dell'avviamento e del valore di azienda

Di seguito è presentata la perizia, dopo essere valutato il patrimonio netto rettificato, è valorizzato l'avviamento, osserviamo come esso è calcolato.

Criteria di calcolo delle variabili inserite nella formula**a) PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**

Si riportano di seguito i dati patrimoniali forniti, come risultanti dalla contabilità sociale.

Situazione contabile patrimoniale al 31 dicembre 2013**ATTIVITA'**

	Valore iscrizione	Valore contabile
- Attrezzature varie	Euro 6.582	Euro 0
- (Fondo amm.to Attrezzature varie)	Euro (6.582)	
- Automezzi	Euro 0	Euro 0
- (Fondo amm.to Automezzi)	Euro (0)	
- Macchine d'ufficio elettroniche	Euro 6.640	Euro 950
- (Fondo amm.to Macchine ufficio elettr.)	Euro (5.690)	
- Mobili e arredi	Euro 13.944	Euro 0
- (Fondo amm.to Mobili e arredi)	Euro (13.944)	
- Crediti	Euro 0	Euro 0
- Rimanenze di merci	Euro 2.440	Euro 2.440
- Liquidità	Euro 2.987	Euro 2.987
- Ratei attivi	Euro 0	Euro 0
		<hr/>
	Totale Attività	<u>Euro 6.377</u>

PASSIVITA'

- Debiti vs banche	Euro 1.522
- Fondo Trattamento di Fine Rapporto	Euro 0
- Debiti vs fornitori	Euro 1.919
- Debiti tributari e previdenziali	Euro 84
	<hr/>
	Totale Passività <u>Euro 3.525</u>

Descrizione e valutazione

Prima di esporre i risultati della stima dei singoli beni, di seguito si espongono i criteri utilizzati nella valutazione:

- per le immobilizzazioni materiali si è fatto riferimento al valore di iscrizione in bilancio ed alla residua possibilità di utilizzo degli stessi;
- i crediti sono stati valutati al valore di presunto realizzo;
- la quantificazione dei debiti è stata effettuata sulla base del loro valore nominale.

ATTIVITA'

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Si sottolinea che per la valutazione delle immobilizzazioni materiali utilizzando il citato metodo patrimoniale, i beni vengono valutati al loro *valore corrente*, inteso come il valore che esprime il valore tecnico economico dei cespiti in relazione alla loro consistenza, utilità, funzionalità e vita residua; a tale valore si perviene applicando un adeguato apprezzamento, in proporzione alle condizioni dei beni esaminati, al cosiddetto 'costo di rimpiazzo a nuovo' a prezzi correnti con beni aventi le medesime caratteristiche e funzionalità.

A) BENI MOBILI

1) Attrezzatura varie

Trattasi delle attrezzature utilizzate per l'attività, nello specifico della cella frigo utilizzata per la conservazione delle merci per la vendita. Per questi beni si ritiene, nonostante il totale ammortamento contabile, che le buone condizioni permettano ancora un utilizzo prolungato delle stesse senza costi per interventi di manutenzione straordinaria e pertanto si valuta il compendio di attrezzature in complessivi **Euro 2.500,00**.

2) Automezzi

Trattasi del furgone comprato in leasing nel 2005 per il trasporto della merce e riscattato nel 2010. Il bene risulta in buona efficienza e manutenzione; si ritiene che il valore contabile sia inferiore a quello di mercato (come spesso accade per i beni acquistati in leasing) in quanto da una valutazione di mercato risulta che il furgone, considerato anche l'adattamento per la conservazione dei prodotti ittici con una cella interna a ventilazione, vale Euro 7.000,00, si conferma pertanto il valore di mercato pari a complessivi **Euro 7.000,00** .

3) Macchine d'ufficio elettroniche

Trattasi di macchine d'ufficio e per l'attività commerciale quali bilance e registratori di cassa. I beni risultano in buona efficienza e stato di conservazione; si ritiene tuttavia che il valore contabile non valorizzi correttamente il valore complessivo dei beni, data la loro possibilità di utilizzo. Si valutano pertanto in complessivi **Euro 2.000,00** .

4) Mobili e arredi

Trattasi dei mobili e degli arredi relativi al negozio, per l'esposizione al pubblico della merce e per l'attività di vendita. Tale attrezzatura risulta in buono stato e si ritiene di poterla utilizzare ancora per l'attività, sulla base del valore di mercato rilevato e del costo di sostituzione, il compendio dei mobili ed arredi ha il valore complessivo di **Euro 7.500,00**.

5) Natante in leasing

Trattasi di una imbarcazione acquistata in leasing dalla società. Considerando il valore dell'imbarcazione sul mercato e quanto ancora dovuto al leasing, la cessione del contratto di leasing si può valutare in complessivi **Euro 20.000,00**.

B) ATTIVO CIRCOLANTE

1) Rimanenze

Trattasi delle rimanenze di merci presenti nei locali della società alla data di perizia; sono valutate al minore tra il costo d'acquisto ed il valore netto di realizzo, pari al valore contabile svalutato in via prudenziale del 3% in **Euro 2.367,00**.

2) Liquidità

Si tratta delle disponibilità liquide riferite al fondo cassa del punto vendita diretto; pari al valore di rilevazione in **Euro 2.987,00**.

3) Ratei e risconti attivi

Sono quote di costi rinviati per competenza ai periodi successivi. Si tratta di semplici poste contabili necessarie per una corretta rappresentazione del risultato di esercizio. Non viene effettuata alcuna rettifica, il valore di rilevazione è pari a **Euro 0,00**.

PASSIVITA'

1) Debiti verso banche

Trattasi dei debiti verso la Cassa di Risparmio di Venezia per il saldo negativo sul conto della società n. 1000/00003967 per Euro 1.521,73. Ai fini della valutazione di tale debito, si ritiene di non dover effettuare alcuna rettifica all'importo iscritto in contabilità e di confermarne pertanto il valore nominale, secondo i corretti principi contabili, di **Euro 1.522,00**.

2) Fondo Trattamento di Fine Rapporto

La società non ha in essere nessun tipo di rapporto lavorativo alla data di stima. Gli unici soggetti che lavorano all'interno dell'azienda sono i soci, pertanto non sussiste il Fondo per Trattamento di Fine Rapporto.

3) Debiti verso fornitori

I debiti verso fornitori si riferiscono a forniture di merci; quindi si ritiene di valutarli al loro valore contabile di rilevazione, pari al nominale, in **Euro 1.919,00**.

4) Debiti tributari e previdenziali

Trattasi dei debiti verso l'Erario per il versamento delle ritenute operate. Essi ammontano, come dalla contabilità della società, in **Euro 84,00**.

Riepilogo dei valori

Si riportano i valori della situazione patrimoniale della società oggetto di valutazione, come valutato dal sottoscritto e come in precedenza illustrato e motivato:

Attivo

	Valore contabile	Valore stimato
– Attrezzature varie	Euro 0	Euro 2.500
– Automezzi	Euro 0	Euro 7.000
– Macchine d'ufficio elettroniche	Euro 950	Euro 2.000
– Mobili e arredi	Euro 0	Euro 7.500
– Natanti	Euro 0	Euro 20.000
– Crediti	Euro 0	Euro 0
– Rimanenze di merci	Euro 2.440	Euro 2.367
– Liquidità	Euro 2.987	Euro 2.987
	Totale attivo stimato (A)	<u>Euro 44.354,00</u>

Passivo

– Debiti vs banche	Euro 1.522
– Fondo Trattamento di Fine Rapporto	Euro 0
– Debiti vs fornitori	Euro 1.919
– Debiti tributari e previdenziali	Euro 84
	Totale passivo stimato (B)
	<u>Euro 3.525,00</u>

Patrimonio netto (A – B) **Euro 40.829,00**

b) AVVIAMENTO

L'avviamento viene definito come la capacità dell'azienda di conseguire redditi negli anni futuri. La differenza tra un'azienda di nuova costituzione ed un'azienda avviata è data dalla capacità dell'azienda avviata di produrre risultati economici in conseguenza dell'organizzazione dei fattori produttivi che si è venuta a creare.

Nel caso della società in esame è innegabile che vi sia un'organizzazione funzionale degli elementi patrimoniali atta a produrre redditi anche negli anni futuri.

Lo scrivente pertanto nella determinazione del valore di avviamento ha considerato i ricavi conseguiti negli ultimi tre esercizi e i ricavi prospettici nei tre esercizi a venire, considerando un periodo di crescita costante per gli esercizi futuri, e li ha ponderati per poter ottenere un corrispettivo medio ponderato tra esercizi storici e futuri.

	dati storici		
	2011	2012	2013
ricavi	€ 271.725,00	€ 250.710,00	€ 303.494,00
tasso di crescita		-7,73%	21,05%
peso ponderazione	10,00%	10,00%	80,00%
ricavi ponderati	€ 295.038,70		

Considerando quindi un tasso di crescita medio del 6,66%, si possono ricavare i seguenti valori prospettici:

	dati prospettici		
	2014	2015	2016
ricavi	€ 323.706,53	€ 345.265,38	€ 368.260,05
tasso di crescita	6,66%	6,66%	6,66%
peso ponderazione	80,00%	10,00%	10,00%
ricavi ponderati	€ 330.317,76		

Si è poi calcolato il ricavo medio ponderato tra il dato prospettico e storico trovato, attribuendo un peso maggiore al dato storico.

dato	STORICO	PROSPETTICO
ricavo ponderato	€ 295.038,70	€ 330.317,71
peso di ponderazione	60,00%	40,00%
ricavo medio	€ 309.150,30	

Il valore dell'avviamento può essere stimato in una certa percentuale del ricavo medio ponderato ricercato. Nel nostro caso, per applicare una percentuale corretta che rappresenti effettivamente l'avviamento, si è considerato l'attività della società stimata, che opera nel settore alimentare trattando solo prodotti freschi e soprattutto locali e opera all'interno di un mercato regionale molto frequentato, in posizione privilegiata rispetto ad altri concorrenti del settore. Inoltre si è tenuto conto dei bassi costi di gestione della struttura e della società, nonché il rincaro normalmente applicato per la vendita al dettaglio. Si può considerare congrua una percentuale del **40%** dei ricavi medi ponderati come valore di avviamento.

Pertanto il valore dell'avviamento utilizzando una percentuale del 40% dei ricavi medi ponderati ritrovati sopra, può essere stimato in **Euro 123.660,12**.

Tale valore può essere ritenuto congruo anche confrontandolo con i prezzi richiesti per la cessione di aziende simili per le quali si è riscontrato un valore medio di Euro 150.000,00/160.000,00 comprensivi di attrezzatura per la vendita e la conservazione della merce. Considerato che il valore dei beni materiali utilizzati da tali aziende può essere stimato mediamente in Euro 30.000,00, ne deriva che l'avviamento risulta pari a **Euro 130.000,00**.

Il valore di avviamento per l'azienda stimata quindi, considerato quanto detto sopra, può essere ben valutato in:

AVVIAMENTO Euro 123.660,00

Come si può notare dalla perizia sopra riportata, è piuttosto semplice individuare il valore corrente delle attività, sia con il metodo del costo di sostituzione, sia con il valore corrente di mercato.

Per il calcolo dell'avviamento invece, che si è deciso di stimare in via autonoma, è stato scelto un particolare procedimento rispetto a quello che tradizionalmente ci si sarebbe aspettato.

Infatti, non potendo basarsi su dei dati forniti da un bilancio d'esercizio redatto secondo i principi contabili, si è dovuto utilizzare i pochi dati contabili e fiscali emergenti dalla contabilità e dalle dichiarazioni dei redditi. Quest'ultime sono molto

utili per società come queste poiché da esse si possono ricavare alcune informazioni chiave per valutare l'azienda.

Come si può notare dalla perizia, non è stato utilizzato un metodo di calcolo per l'avviamento che preveda l'utilizzo di dati reddituali, ciò perché si è preferito utilizzare nel calcolo dell'avviamento gli stessi dati di partenza che utilizza l'amministrazione finanziaria per verificare il valore dato all'avviamento in sede di cessione aziendale. Inoltre, il reddito espresso dalla contabilità è al lordo delle imposte, poiché il sistema fiscale italiano prevede che questi redditi siano assoggettati a tassazione in capo alle persone fisiche che detengono le partecipazioni¹², si potrebbe prendere a riferimento solo un carico fiscale medio.

Si è utilizzato pertanto un metodo alternativo per la valutazione autonoma dell'avviamento, cioè una data percentuale del ricavo medio ponderato, stima che si basa pertanto solo sui ricavi certi dell'azienda. In parte questo metodo riprende quello utilizzato dall'Amministrazione Finanziaria che si basa sui ricavi piuttosto che sul reddito.

Il metodo adottato, oltre al pregio della semplicità, permette di ponderare i dati storici con quelli prospettici, anche se non analizza se sussistono delle cause particolari che hanno permesso di ottenere quei ricavi. Inoltre le percentuali di ponderazione sono determinate in via soggettiva dal perito estimatore, anche se ragionevoli.

Tali percentuali di norma si rintracciano nei libri specializzati sulla stima e valutazione aziendali¹³, in cui vengono di norma evidenziati per settore commerciale i vari metodi preferibili e le eventuali percentuali da applicare.

Si rintraccia pertanto un ricavo medio ponderato al quale applicare una certa percentuale, nel caso specifico il 40%, che si prevede essere il valore di avviamento, come ad indicare che una parte dei ricavi derivi dall'avviamento, un po' come a riprendere il concetto del Besta¹⁴ che divideva il reddito prodotto in due parti, quello di

¹² In base all'art. 55 e successivi del TUIR, infatti, il reddito derivante dalle cosiddette società di persone è tassato direttamente in capo alle persone fisiche, ad esclusione dell'IRAP (Imposta Regionale sulle Attività Produttive).

¹³ Ad esempio della collana Sistema Frizzera del Gruppo24Ore, L. DE ROSA, A. RUSSO, *Operazioni straordinarie*, che ogni anno o due prevede l'aggiornamento dello stesso.

¹⁴ Si veda quanto detto nel capitolo 2, paragrafo 7.

derivazione dall'utilizzo dei beni presenti in azienda e quello determinato dall'avviamento.

Questo metodo di valutazione ovviamente mostra tutta la sua fragilità nell'individuazione di determinate percentuali per la determinazione dell'avviamento, tuttavia è un buon metodo se si considera che un'attività commerciale rimane aperta solo se i ricavi sono superiori ai costi complessivi, poiché altrimenti l'attività sarebbe in perdita e bisognerebbe considerarla in liquidazione. Inoltre è un metodo semplice e si basa sul principio che i ricavi riscontrati in un'azienda sono fonte anche del suo avviamento (il reddito che di norma è preso a riferimento per la valutazione dell'avviamento deriva sempre dai ricavi conseguiti nell'esercizio).

Inoltre le percentuali riscontrate sono frutto dell'analisi di più metodi valutativi messi a confronto, non a caso anche nella perizia è stato preso a confronto un metodo empirico per verificare che il risultato trovato fosse ragionevole.

La mancanza d'informazioni rispetto al futuro, con analisi sui ricavi futuri inesistenti, ha obbligato il perito alla scelta della stima dei ricavi futuri sulla base dell'andamento dei ricavi storici, scelta poi mitigata con l'utilizzo di pesi di ponderazione per rintracciare il ricavo medio ponderato. Questa scelta vincolata sul determinare i ricavi futuri ovviamente può non essere apprezzata appieno, ma in mancanza di dati certi sui quali basarsi diventa l'unica strada percorribile, soprattutto nell'analisi di aziende simili.

Inoltre imprese del genere, in periodi di crisi, sono solite avere una certa flessione dei ricavi piuttosto che mantenere un andamento costante a crescita zero, oppure subire in pieno la crisi economica e ritrovarsi in poco tempo a dover chiudere o entrare in liquidazione.

Il tasso di crescita dei ricavi storici per valutare quelli futuri inoltre permette di mitigare eventuali eventi straordinari che abbiano permesso nel bene o nel male quel determinato volume di ricavi.

La valutazione dell'avviamento, e anche dell'azienda, è pertanto frutto delle informazioni in possesso di chi la sta valutando al momento in cui valuta l'impresa, se come detto in precedenza esiste sempre un certo grado di soggettivismo in una valutazione aziendale, bisogna quantomeno che questo sia razionale e condivisibile dai più. La determinazione dei ricavi o redditi futuri, in mancanza di budget o *business plan*

redatti dall'azienda su delle solide ipotesi, non può che essere fatta guardando ai dati storici dell'impresa, al suo sviluppo negli anni passati e all'evolversi dell'economia generale.

A verifica del valore di avviamento calcolato con il metodo suddetto, si è verificato che lo stesso fosse congruo in base al valore dell'azienda riscontrato con un secondo metodo, che nel caso specifico è il metodo comparativo.

Cioè si è analizzato il prezzo medio richiesto per la cessione di attività simili e, considerando il valore dei beni aziendali, si è trovato il valore dell'avviamento. Questo metodo di verifica parte dal presupposto che il valore delle aziende per queste attività gestite in microimprese determina il prezzo di cessione.

Analizzando quindi il mercato di riferimento per aziende/attività simili, si è rintracciato un valore medio di cessione per l'intera azienda e da questo si è calcolato il valore dell'avviamento.

Pertanto, si è potuto verificare che utilizzando i due metodi si è rilevato più o meno lo stesso valore di avviamento, così da poter affermare che il valore riscontrato sia quello corretto per l'azienda analizzata al momento dell'analisi.

4.5 Conclusioni

In questo capitolo si è cercato di porre in evidenza i problemi che s'incontrano nel processo valutativo dell'azienda, e in particolar modo dell'avviamento.

Si è evidenziato come chi opera la valutazione dovrebbe porsi in modo distaccato dalle logiche di acquisto o vendita che potrebbero avere le parti interessate, dovrebbe cioè valutare l'azienda per quello che è e non per quello che potrebbe essere o per i fini che vuole realizzare chi l'acquista.

Inoltre le informazioni sull'andamento prospettico dell'azienda a volte sono molto scarse, per non dire nulle o quasi, e l'unico modo di prevedere i redditi o i ricavi futuri è quello di affidarsi ai dati storici dell'azienda, come si è osservato nel caso presentato.

Questa pratica, molto diffusa nel valutare le microimprese per la mancanza di sviluppare dei piani futuri e budget economico finanziari, dovrebbe essere al quanto limitata per le valutazioni di grandi e medie imprese, che di norma redigono dei veri e

propri piani strategici per almeno i 3 o 5 anni successivi. La possibilità del perito valutatore di affidarsi a dei piani sviluppati dall'impresa è quella di poter valutare al meglio il valore dell'impresa, analizzando e pesando quelli che sono i vari scenari possibili che prevede l'azienda nei prossimi anni.

Un'analisi approfondita e condivisa su quelle che potrebbero essere le dinamiche economiche dell'impresa considerando l'evolversi dell'ambiente esterno fornisce dei dati sicuramente più puntuali e teoricamente precisi, rispetto a quello che è il susseguirsi di un *trend* storico.

Tuttavia, come si è potuto analizzare dal caso presentato, bisogna valutare un'azienda sulla scorta delle informazioni che da essa si possono ricavare, tenendo ben presente che essendo una stima essa avrà sempre un grado di soggettività al suo interno, cioè dipenderà comunque dalle previsioni/scelte adottate da chi valuta l'impresa. Queste scelte potranno essere più o meno condivise, ma devono comunque essere ragionevoli e soprattutto non devono essere fatte con lo scopo di alterare determinati valori.

Si può notare allora che valutare l'avviamento dipende essenzialmente dalla possibilità di fare delle previsioni quanto più precise sui redditi futuri, dai dati e analisi che l'impresa dispone nel valutare l'ambiente economico nel quale opera e prevedere razionalmente l'evolversi di questo. In mancanza di analisi o stime sul futuro, non si può far altro che analizzare gli unici dati che qualunque azienda avviata possiede, cioè i dati storici.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Perizie di stima – Guida operativa alla valutazione delle aziende e delle partecipazioni sociali nella prassi professionale italiana*, MAP Servizi, Torino, 2006.

A. AMADUZZI, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, Unione Tipografico Editrice Torino, Torino, 1978.

A. BERETTA ZANONI, *Il valore delle risorse immateriali*, Il Mulino, Bologna, 2005.

A. INGROSSO, *Il calcolo del fisco dell'avviamento nelle cessioni di azienda*, 16-05-2012, www.studioingrosso.eu, (09-07-2014).

A. M. FELLEGGARA, *I valori delle immobilizzazioni immateriali nelle sintesi di esercizio*, Giuffrè, Milano, 1995.

A. MONTRONE, *Aree di criticità nell'applicazione di alcuni principi contabili internazionali*, FrancoAngeli, Milano, 2008.

Accounting Standard Update n. 2011-08 FASB, *Testing goodwill for impairment*, paragrafo 350-20-35-3C.

Dizionario Enciclopedico del Diritto, Edipem, Novara, 1979, p. 132.

F. BESTA, *La ragioneria*, Vallardi, Milano, 1920.

F. RIZZATO, *Goodwill e IAS/IFRS nei bilanci dei gruppi quotati europei*, Egea, Milano, 2008.

G. BRUGGER, *La valutazione dei beni immateriali legati al marketing e alla tecnologia*, in *Finanza, Marketing e Produzione*, n. 3, 1985.

G. BRUGGER, *Le decisioni finanziarie*, in G. Pivato (a cura di), *Trattato di finanza aziendale*, Angeli, Milano, 1985.

G. BRUNI, *Analisi del valore. Il contributo dell'Activity Based Management*, G. Giappichelli Editore, Torino, 1994.

G. FERRERO, *La valutazione del capitale d'impresa*, Giuffrè Editore, Milano, 1966.

G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli Editore, Torino, 1994.

G. ZAPPA, *Il reddito di impresa*, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1950.

G. ZAPPA, *Il reddito di impresa*, Dott. A. Giuffrè Editore, Milano, 1937.

G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, *Trattato delle società per azioni*, UTET, Torino, 2000.

I. ROMAGNOLI, “*I metodi finanziari di valutazione dell'azienda: alcune configurazioni dei flussi di cassa*”, in *Rivista dei Dottori Commercialisti dell'Ordine di Roma*, n. 38, 1994.

J.R. COMMONS, *Industrial Goodwill*, McGraw-Hill Book Company, New York, 1919.

KPMG, *Who cares about goodwill impairment?*, aprile 2014.

L. GUATRI e L. SICCA, *Strategie, leve del valore, valutazione delle aziende*, Università Bocconi, Milano, 2000.

L. GUATRI e M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Università Bocconi Editore, Milano, 2005.

L. GUATRI, *L'avviamento d'impresa, un modello quantitativo per l'analisi e la misurazione del fenomeno*, Antonino Giuffrè Editore, Milano, 1957.

L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 1987.

L. GUATRI, *Valore e "intangibles" nella misura della performance aziendale*, EGEA Spa, Milano, 1997.

M. BINI, "Misurare gli intangibili formati internamente per migliorare l'impairment test dell'avviamento", in *La valutazione delle aziende*, n. 69, 2013.

M. FIORENTINO, "L'impairment test sull'avviamento: nuovo obiettivo della guerra alla crisi", in *Le Società*, n. 3, 2009.

M. MASSARI, *Il valore "di mercato" delle aziende*, Giuffrè Editore, Milano, 1984.

N. ANGIOLA, *L'avviamento negativo*, Giappichelli Editore, Torino, 1997.

N. ROSSI, *Contributi allo studio del capitale-valore nelle imprese*, U.T.E.T., Torino, 1965.

N. ZINGARELLI, *Il nuovo Zingarelli. Vocabolario della lingua italiana*, Zanichelli, Bologna, 1987.

O. PAGANELLI, *Valutazione delle aziende. Principi e procedimenti*, UTET, Torino, 1990.

Organismo Italiano di Valutazione, *Impairment test dell'avviamento in contesti di crisi finanziaria e reale. Linee guida*, 14 giugno 2012.

P. E. CASSANDRO, *Sulle teorie aziendali di Eugenio Schmalenbach*, Alfredo Cressati editore-tipografico, Bari, 1941.

P. ONIDA, *Trattato italiano di economia. 9: Economia d'azienda*, Unione tipografico-editrice torinese, Torino, 1960.

S. ANDOLINA, R. SILVA, *I nuovi principi contabili internazionali*, Sistemi Editoriali, Napoli, 2004.

S. MOGOROVICH, *Trasferimento d'azienda, la valutazione dell'azienda, il valore di avviamento, problemi legali e fiscali della cessione dell'azienda*, Buffetti Editore, 1990.

S. SCIARELLI, *Il sistema d'impresa*, Cedam, Padova, 1988.

T. ONESTI, *La valutazione del capitale economico delle aziende in perdita: un metodo empirico*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, n. 5-6, 1988.

T. D'IPPOLITO, *L'avviamento: La valutazione delle aziende avviate e di quote-parti di esse. L'avviamento commerciale e l'avviamento imponibile fiscalmente*, Abbaco srl ed., Roma, 1963.