

Stima del valore di un'azienda vivaistica con distinzione del valore patrimoniale da quello di avviamento

Corrado Ievoli*

Premessa

Nel corso degli ultimi decenni si è realizzato in campo estimativo un fecondo processo di confronto tra le tradizionali procedure utilizzate in campo agrario ed i criteri e le metodologie di valutazione storicamente evolute in contesti diversi, quali quello industriale e quello commerciale. Tale confronto ha interessato le stesse metodologie di valutazione delle aziende agricole, che sono oggi collocate in una prospettiva dottrinale più complessiva, quella delle valutazioni d'azienda, pur conservando, all'interno di detta prospettiva, una loro specificità (cfr. Polelli 1997).

Non rientra tra le finalità del presente lavoro proporre una riflessione teorica sulla diversità esistente tra la stima tradizionale dell'azienda agraria – imperniata sulla nozione di fondo rustico, eventualmente integrato da aggiunte e detrazioni – e le procedure generalmente utilizzate per la valutazione delle aziende industriali e commerciali, e pertanto, su questo terreno, si rimanda alle indicazioni bibliografiche (cfr. ad es. Ce.S.E.T. 1983; Polelli 1997). Molto sinteticamente si vuole solo osservare in proposito che tale diversità trae il suo fondamento, in primo luogo, nelle ineludibili differenze che, *per un lungo periodo storico*, hanno concretamente caratterizzato - e almeno in parte continuano a caratterizzare - l'oggetto di analisi dei due approcci considerati e cioè l'azienda agraria, da un lato, e quella industriale o commerciale, dall'altro; in secondo luogo tale diversità è anche frutto delle differenze presenti nella cultura economica alla quale le

* Professore Associato presso il Dipartimento S.T.A.A.M. dell'Università degli Studi del Molise. Un ringraziamento particolare va al dr. Renato Barbieri. Si ringraziano inoltre i dottori G. Martino e N. Zucconi. Un ringraziamento va altresì al prof. E. Schimmenti ed agli anonimi lettori della rivista che hanno letto e criticato una precedente versione di questo lavoro. Naturalmente il riconoscimento del contributo Altrui non esime in misura alcuna lo scrivente da ogni responsabilità relativa al contenuto del presente testo.

diverse metodologie di valutazione hanno via via fatto riferimento sempre nel corso della loro evoluzione storica¹.

Nell'ambito del presente lavoro si assume, comunque, che i processi di "contaminazione" culturale ai quali si è fatto cenno e soprattutto l'evoluzione del referente – l'estrema pluralità di forme e modelli organizzativi che oggi indichiamo attraverso il termine *azienda agraria* – giustificano, in alcune tipologie di valutazione in campo agrario, il ricorso a metodologie elaborate in campo aziendalistico. Nello specifico, l'analisi svolta nel presente lavoro si cimenta con una valutazione concernente una tipologia di azienda agricola molto particolare, relativamente alla quale si procede ad applicare una delle quattro famiglie di metodologie di valutazione utilizzate in campo aziendalistico, ovvero quella *mista*, in modo da distinguere il valore patrimoniale da quello di avviamento².

Pur non volendo inoltrarsi su questo terreno va ricordato che sul piano dottrinale non mancano in letteratura lavori che affrontano il problema di definire le condizioni generali all'interno delle quali, nelle stime relative alle aziende agrarie, abbia senso tale distinzione (cfr. ad es. Muzzarelli 1996). In estrema sintesi questa distinzione risulta tanto più proficua quanto meno le scelte imprenditoriali hanno come riferimento il capitale fondiario³. In altri termini anche nel settore agricolo si possono rilevare comparti e situazioni nelle quali il valore dell'azienda "trascende" significativamente gli elementi patrimoniali per incorporare fattori di redditività legati a specificità e sinergie tecnologiche, organizzative e culturali che fanno del sistema aziendale *in funzionamento* un valore che non può essere surrogato dalla somma dei singoli elementi costitutivi del patrimonio aziendale⁴.

1) Basti soltanto pensare in tal senso alla pluralità di significati e di sfumature che presentano termini come "azienda" e "impresa" nell'ambito di discipline quali la microeconomia, l'economia aziendale e l'economia agraria (cfr. Amaduzzi 1978).

2) Gli altri metodi, come è noto, sono quello finanziario, quello patrimoniale e quello reddituale.

3) Nel caso opposto l'avviamento tende ovviamente a consolidarsi nel valore del fondo stesso, per cui la sua stima autonoma non sembra mostrare motivazioni forti sul piano dottrinale. In questo caso il ricorso alle procedure tradizionali di stima – quella sintetica, che per inciso può essere assimilata alle metodologie patrimoniali, e quella analitica, riconducibile alle metodologie di stampo reddituale – sembrerebbe in qualche misura meglio giustificabile sul versante teorico.

4) Nel lavoro citato (Muzzarelli 1996), le tipologie di attività dove appare plausibile il riferimento alla nozione di capitale economico sono quelle nelle quali l'attività svolta

Nelle situazioni in questione possono presentarsi circostanze dove il giudizio di stima deve tener conto della divergenza tra valore del complesso aziendale e valore patrimoniale⁵.

Tale elaborazione dottrinale non sembra, allo stato attuale, trovare nel nostro Paese molti riscontri in letteratura sul piano applicativo, né sembra verificabile, nella pratica delle stime agrarie, una significativa diffusione delle metodologie di valutazione di impresa di "stampo" aziendalistico.

Il lavoro che si presenta di seguito tenta in qualche misura di cimentarsi con questo gap e propone tutta una serie di soluzioni operative relativamente ad un caso concreto, quello di un'azienda vivaistica. La finalità della stima ed il contesto nel quale questa prende forma sono richiamate sinteticamente di seguito. In sede introduttiva possono essere aggiunti due brevi auspici.

Il primo attiene alla speranza che le procedure adottate ed i risultati ottenuti possano costituire un riferimento per altri lavori di carattere empirico, e per la pratica estimativa, quanto meno relativamente a tutta una serie di aziende – ortoflorovivaistiche, zootecniche, etc. – che sono "a cavallo" tra la classica azienda agraria e quella agroindustriale. Il secondo concerne, invece, l'aspirazione a sollecitare un più ampio dibattito, anche teorico, sulla metodologia e le procedure adottate. Queste non presentano nel caso delle aziende agricole quel carattere consolidato (e per certi versi routinario) che si rileva in campo industriale, per cui le soluzioni concretamente adottate – frutto di un intreccio tra "logica" dottrinale ed esigenze operative – possono essere sicuramente oggetto di ulteriori ripensamenti e miglioramenti. Proprio per permettere una disamina di tali soluzioni si è scelto di mantenere nella esposizione la "forma" del parere, che consente di dar conto in modo dettagliato delle scelte operative via via effettuate nel corso del lavoro, e allo stesso tempo permette opportune "integrazioni" di carattere analitico.

⁵ "fa assumere all'impresa una connotazione agro-industriale o agro-commerciale". Tra gli esempi considerati vi sono quelli relativi ad aziende che ricomprendono tra le loro attività la produzione e/o la commercializzazione di vini e oli di qualità, o di servizi turistico-ricreativi, e quelli di imprese florovivaistiche o biologiche.

5) Sempre nel lavoro citato i casi nei quali risulta centrale considerare tale "divergenza" sono quelli in cui l'azienda venga trasferita (compravendita, fusioni, acquisizioni, etc.) o "subisca un distacco o una perturbazione a causa della separazione o della modificazione di una parte della stessa", come nel caso di divisione societaria o ereditaria.

1. Oggetto, finalità e contesto della valutazione

La presente stima ha dunque come oggetto una azienda vivaistica indirizzata alla produzione ed alla commercializzazione di piante di olivo e di numerose piante ornamentali, condotta da più imprenditori che sono nel contempo proprietari. L'unità aziendale comprende tre fondi distinti, su due dei quali sono ubicate le attività di produzione, mentre il terzo fondo ha quasi esclusivamente la funzione di conservazione del "capitale biologico" costituito dalle piante madri (che sono comunque in parte presenti anche su uno degli altri fondi). La valutazione effettuata sorge da esigenze specifiche espresse da uno dei soggetti proprietari - in seguito indicato come Proprietà - e il quesito al quale risponde risulta proprio quello di *quantificare il valore del complesso aziendale in funzionamento, distinguendo la componente patrimoniale dall'avviamento.*

Pur non volendo entrare in questa sede, per *espresa volontà della Proprietà*, sulle motivazioni della richiesta - in altre parole non potendo specificare se questa nasca da esigenze di trasferimento della proprietà o da altre motivazioni (divisione societaria, etc.) - tuttavia va precisato, ad ulteriore specificazione dell' *animus aestimandi*, che, pur in un contesto *di parte*, nel quesito non erano poste ulteriori condizioni capaci di influenzare in qualche misura il procedimento valutativo ed i criteri di misurazione delle grandezze coinvolte, per cui le scelte effettuate su questo terreno risultano in sostanza esclusivamente motivate dalla finalità di pervenire ad un risultato il più possibile *oggettivo e massimamente congruo* dei valori richiesti.

Va, tuttavia, evidenziato che la "limitatezza" del quadro contabile rispetto alle esigenze informative connesse alla metodologia adottata, hanno reso inevitabile ancorare alcune valutazioni ad indicazioni - intese come dati di base - fornite direttamente dalla Proprietà, anche se va detto che la congruità di tali indicazioni è stata comunque attentamente vagliata alla luce delle conoscenze disponibili e sulla base di informazioni acquisite sul settore e sull'area nella quale ricade il caso di studio.

2. Il metodo di valutazione adottato

Nell'ambito delle metodologie di valutazione delle aziende i metodi più adatti a rispondere alle esigenze del caso concreto di stima

sono risultati essere quelli cosiddetti "misti", ovvero patrimoniali-reddituali, e ciò per almeno tre ordini di motivi. In primo luogo è nell'ambito di tali metodi che risulta esplicitamente prevista la stima autonoma dell'avviamento, avviamento che nella letteratura in materia viene più propriamente indicato come "goodwill". Il secondo motivo attiene alla natura dell'attività considerata, nella quale il peso delle attività immobilizzate consiglia, come in altri comparti connessi al settore agricolo (anche se diversi da questo sotto il profilo della composizione del patrimonio), una valutazione che tenga conto *congiuntamente* sia degli aspetti reddituali che di quelli patrimoniali. Infine il terzo motivo, al quale si è accennato, è relativo alle caratteristiche del settore per quello che attiene agli obblighi contabili ed alla normativa fiscale, caratteristiche che a tutt'oggi impediscono di fare riferimento, se non in casi particolari, a dati di bilancio dettagliati e certificati e a strategie aziendali esplicite e formalizzate in piani e programmi.

Rimandando alle indicazioni bibliografiche per una trattazione esaustiva delle categorie analitiche e dei criteri che improntano le metodologie di carattere misto (cfr. ad es. Guatri 1990; Polelli 1997), in questa sede ci si limiterà ad indicare brevemente le principali grandezze da determinare e la logica complessiva che presiede a tali metodi, facendo riferimento alla procedura maggiormente adottata in ambito europeo, che è quella suggerita dall'Unione Europea degli esperti Contabili, economici e finanziari (UEC), e, in Italia, dall'Ordine dei dottori commercialisti; tale procedura è stata comunque opportunamente rivisitata alla luce della elaborazione teorica più recente (Guatri 1998) e degli ultimi riscontri disponibili sul piano pratico.

In sintesi, secondo tale impostazione, le grandezze da determinare risultano le seguenti:

- il Patrimonio netto aziendale, opportunamente rettificato (PN);
- il reddito medio annuo "normalizzato" (R);
- il saggio "normale" di redditività (r), cioè la redditività che giustifica l'investimento nell'attività considerata, tenendo conto del suo livello di rischio;
- l'orizzonte di attualizzazione dei sovra(sotto)redditi dell'impresa considerata (n);
- il tasso di attualizzazione dei sovra(sotto)redditi (i).

Nel seguito del lavoro vengono descritte le procedure di determinazione di tali grandezze e le fonti informative di riferimento.

Determinate le grandezze in esame si è provveduto a valutare il complesso aziendale (W) facendo riferimento alla formula seguente:

$$W = PN + a_{n-i}(R - rPN)$$

Nell'espressione sopra indicata il valore complessivo dell'azienda è ricondotto alla somma di due componenti. La prima è costituita dal Patrimonio netto aziendale (PN). Il significato della seconda componente è meno immediato, anche se, comunque, di agevole interpretazione. Il punto di partenza è costituito dal prodotto rPN che rappresenta il livello di remunerazione "normale" rispetto al tipo di investimento effettuato, cioè quello che può considerarsi il rendimento normale del capitale aziendale per giustificarne l'impiego nel tipo di attività realizzata. La differenza tra il reddito medio della specifica azienda e la remunerazione "normale" sopra indicata evidenzia l'esistenza di un flusso di sopra (o sotto) redditi rispetto alla media - che esprimono tutta una serie di caratteristiche positive (o negative) specifiche della singola azienda - sovraredditi che si suppone possano permanere per un periodo di anni significativo. Tale flusso di sopra (sotto) redditi viene attualizzato e accumulato al momento della stima utilizzando un tasso opportuno (i). Si perviene in tal modo ad un valore $- a_{n-i}(R - rPN)$ - che rappresenta per l'appunto il valore del goodwill (o badwill, se negativo), cioè quel valore derivante dalle prospettive reddituali dell'azienda, che va aggiunto a quello del patrimonio per determinare il valore aziendale nel suo complesso. In quest'ottica l'avviamento, o goodwill, rappresenta quel "sopravalore" rispetto al patrimonio che deriva al complesso aziendale funzionante dalle sue caratteristiche peculiari, cioè dalla sua unicità ed originalità, in termini di specificità e coordinamento dei fattori produttivi, di relazioni di mercato, di conoscenze tecnologiche, di capitale umano, di immagine, di reputazione, et.

Al fine di testare la congruità dei risultati ottenuti con il procedimento fin qui descritto si è proceduto successivamente a quantificare il valore del complesso aziendale attraverso una metodologia semplificata di attualizzazione dei flussi di cassa. E' chiaro che, in considerazione della differente logica dottrinale che sottende a tale metodologia, tale verifica non pretende di costituire una vera e propria *prova* delle valutazioni effettuate con il metodo misto, ma assume un carattere sostanzialmente indicativo.

3. La valutazione del Patrimonio netto aziendale (PN)

La valutazione del PN è improntata ad un criterio "analitico"⁶. Non essendo disponibili bilanci, la valutazione dell'aggregato patrimoniale, per forza di cose, si è basata cioè, per quanto possibile, sulla stima del valore corrente di mercato (o di costo) delle attività e delle passività che lo compongono. Per quanto riguarda le immobilizzazioni fisiche e le scorte si sono adottati prevalentemente specifici criteri di natura tecnica, che, per quanto basati su indicazioni di parte, sono stati comunque vagliati alla luce delle diverse fonti informative disponibili (INEA, CCIAA, Manuali tecnici, etc.) e soprattutto dell'esperienza professionale. Per quanto concerne gli elementi del circolante (rimanenze, crediti e cassa) ed i mezzi di terzi ci si è riferiti invece prevalentemente alle valutazioni della Proprietà. Più in particolare per i diversi cespiti si è proceduto nel modo indicato di seguito.

3.1. Immobilizzazioni

3.1.1. Terreni

Per calcolare il valore di mercato dei fondi di proprietà è stato utilizzato un procedimento sintetico monoparametrico basato sui valori unitari per ettaro. Nella tab. 3.1.1. viene illustrata la modalità di calcolo del valore dei singoli fondi. Per quello che riguarda i valori unitari di riferimento per i fondi A e B le valutazioni fornite dalla Proprietà - rispettivamente 50 e 40 milioni di lire ad ettaro - risultano conformi a quelle fornite dagli operatori di mercato dell'area per terreni di qualità simile. Tali valori, peraltro, non risultano differire in maniera significativa da quelli indicati, sempre per qualità "affine", dall'Istituto Nazionale di Economia Agraria (INEA) per la zona considerata.

6) E' forse superfluo precisare che in questo contesto il termine analitico non ha nulla a che fare con la tradizionale metodologia di stima analitica dell'azienda agraria.

Tab. 3.1.1. Determinazione del valore dei terreni

	Superficie (ha)	Valore unitario (000 L./ha)	Valore stimato (000 L.)
Fondo A	4,00	50.000	200.000
Fondo B	2,20	40.000	88.000
Fondo C	1,80	100.000	180.000
<i>Totale terreni</i>	<i>8,00</i>	<i>-</i>	<i>468.000</i>

Per quello che riguarda l'elevato valore unitario del fondo C (100 milioni di lire/ha) le indicazioni della Proprietà fanno riferimento all'atto di compravendita con il quale tale immobile è stato recentemente acquisito. In termini generali l'elevata quotazione risulta, comunque, giustificata dalla particolare localizzazione del fondo, che permette di ipotizzare sia "aspettative" future di edificabilità (anche se allo stato lo strumento urbanistico vigente non la prevede), sia una sua particolare suscettività, nell'ambito del settore vivaistico, alla utilizzazione commerciale, considerando che il fondo è limitrofo ad una importante Strada Statale. Il prodotto dei valori unitari per la dimensione di ciascun fondo fornisce il valore stimato dello stesso. Il valore complessivo dei terreni risulta dunque pari a 468 milioni di lire.

3.1.2. Investimenti fondiari

Il criterio generale che ha improntato la valutazione di tali immobilizzazioni è quello del costo di riproduzione (a nuovo) deprezzato. Il punto di partenza fa riferimento alla determinazione del costo di sostituzione del bene considerato e alla durata economica del bene stesso. Per la determinazione del valore effettivo del bene considerato a tale costo è stata sottratta la perdita di valore maturata in base all'età dello stesso, al fine di tener conto del suo deprezzamento fisico ed economico (obsolescenza). Va aggiunto che, nei casi in cui è stato possibile, la stima del costo "a nuovo" è stata effettuata con procedimenti sintetici monoparametrici, determinando tale valore come prodotto tra il valore unitario del parametro e la dimensione del bene in termini dello stesso parametro (i metri quadri). La "filosofia" suddetta ha dunque guidato la stima delle singole serre e degli altri fabbricati. Il procedimento è illustrato in dettaglio nella tab. 3.1.2 nella quale, per ciascun cespite presente sui tre fondi di proprietà, viene calcolato

Tab.3.1.2. Determinazione del valore degli investimenti fondiari

FABBRICATI E SERRE

	Superficie (m ²)	Costo unitario (000 L/m ²)	Valore di rimpiazzo (000 L.)	Anno costruzione	Durata (anni)	Età (anni)	Quota annuale ammortamento (000 L.)	Deprezzamento maturato (000 L.)	Valore calcolato (000 L.)
	a	b	c = a x b	d	E	f	g = c/e	h = f x g	i = c - h
<i>Fondo A</i>									
Serre ferro-vetro	900	150	135.000	1990	30	9	4.500	40.500	94.500
Serre ferro-plastica	300	50	15.000	1990	15	9	1.000	9.000	6.000
Capannone I	600	100	60.000	1990	50	9	1.200	10.800	49.200
Capannone II	200	70	14.000	1989	50	10	280	2.800	11.200
Pavimentazione capannoni	800	20	16.000	1989	50	10	320	3.200	12.800
Pavimentazione in asfalto	1.000		16.000	1989	10	10	1.600	16.000	5.000
<i>Fondo C</i>									
Serre ferro-plastica ond.	300	150	45.000	1998	30	1	1.500	1.500	43.500
Serre ferro-plastica	300	50	15.000	1990	15	9	1.000	9.000	6.000
Serre ferro-plastica	500	40	20.000	1997	20	2	1.000	2.000	18.000
Capannone chiuso profil. acciaio	150	200	30.000	1997	50	2	600	1.200	28.800
Casetta mattoni			10.000						3.000

PIANTE "MADRI"

	Numero	Valore unitario (000 L.)	
<i>Fondo A</i>			
Olivi	1.000	10	10.000
Altre piante			7.000
<i>Fondo B</i>			
Olivi	1.000	20	20.000

TOTALE INVESTIMENTI FONDIARI

315.000

prima il valore a nuovo e successivamente il valore attuale. Prendendo come esempio la serra in ferro e vetro presente sul fondo A si è stimato (a partire da un valore di 150.000 lire al mq.) un valore a nuovo pari a 135 milioni di lire, e, considerando una durata economica pari a 30 anni ed un deprezzamento annuale (quota di ammortamento) di 4,5 milioni di lire, si è calcolato il suo valore residuo pari a 94,5 milioni di lire. Allo stesso modo si è proceduto per le altre serre e

i fabbricati⁷. Poiché si tratta di un criterio ampiamente considerato nella letteratura estimativa, e che trova largo uso nella pratica relativa alle stime in agricoltura e nei settori ad essa collegati, non si ritiene di aggiungere altro in proposito.

Non si è ritenuto opportuno fare riferimento al criterio del costo di sostituzione per quanto concerne invece la valutazione delle piante madri presenti sui fondi A e B. Si tratta di beni a logorio parziale per i quali risulta però estremamente complesso definire una vita media, e quindi un deprezzamento medio annuo. Ciò sia a causa di difficoltà tecniche – non per tutte le specie è possibile identificare un periodo di “sfruttamento” ottimale della capacità riproduttiva – sia in relazione alle difficoltà di reperire informazioni attendibili in proposito per l’insieme (estremamente numeroso ed eterogeneo) delle specie presenti nel caso di studio. Va ulteriormente precisato che, anche prescindendo da tali difficoltà, la valutazione di tali piante presenta specifici problemi anche sul versante dottrinale essendo dubbio applicare a tali beni metodologie quali quelle considerate per gli arboreti o per le essenze boschive, che considerano la funzione (direttamente) produttiva delle piante, e non quella riproduttiva. Il problema è stato risolto operativamente, nel caso degli ulivi, attribuendo alle singole piante del fondo A un valore prudenziale, 10.000 lire, non molto dissimile a quello delle piante prodotte, mentre un importo doppio - in relazione alla loro maggiore “potenzialità” legata alla minore età media - è stato considerato per le piante del fondo B.

Per quanto riguarda le altre piante, circa un centinaio di specie, si è fatto riferimento alla valutazione sintetica espressa dalla Proprietà, che ne ha stimato, prudenzialmente, il valore di mercato in circa 7milioni di lire.

Così computato, il valore totale degli investimenti fondiari è pari a L. 315 milioni di lire.

7) L’unico caso in cui al valore residuo è stata apportata una correzione riguarda la pavimentazione in asfalto, in quanto la persistenza dello strato di materiali al di sotto del manto in questione rende meno costoso l’intervento di rimpiazzo e pertanto in luogo del valore a nuovo deprezzato (nullo al momento della stima), è stato considerato un valore “forfettario” di L. 5. milioni. Non è stato ritenuto invece opportuno, a causa di una serie di motivi legati alla tecnica di costruzione ed all’epoca di realizzazione, applicare il criterio del costo di riproduzione per un manufatto presente sul fondo C e denominato “casetta di mattoni”. In questo caso, data comunque la funzionalità dell’immobile, si è ritenuto opportuno considerare, in accordo con le indicazioni della Proprietà, un valore residuo prudenziale di L. 3milioni.

3.1.3. Macchine e impianti

La determinazione del valore degli impianti e delle macchine viene illustrata nella tab. 3.1.3. Per quanto riguarda gli impianti di irrigazione, in relazione alla estrema complessità di essi, anche in accordo con indicazioni della Proprietà, si è valutato in circa 60 milioni di lire il valore a nuovo dell'impianto presente sul fondo A e in circa 40 milioni quello del fondo C. Sulla base di tale valore, considerando una durata di circa 20 anni, si è proceduto a determinare il valore attuale di tali impianti sempre sottraendo dal valore a nuovo il deprezzamento maturato. Identico criterio, partendo dai prezzi orientativi di mercato, è stato utilizzato per valutare i due furgoni aziendali.

Tab. 3.1.3. Determinazione del valore delle macchine e impianti

	Valore di rimpiazzo (000 L.)	Anno di costruzione	Durata (anni)	Età (anni)	Quota annuale di ammortamento (000 L.)	Deprezzamento maturato (000L.)	Valore calcolato (000 L.)
	a	b	c	d	e = a/c	f = e x d	g = a - f
IMPIANTI							
Impianto irrigazione (fondo A)	60.000	1990	20	9	3.000	27.000	33.000
Impianto irrigazione (fondo C)	40.000	1987	20	12	2.000	24.000	16.000
MACCHINE E ATTREZZI							
Autocarro + gru	70.000	1982	10	17	-	-	10.000
Ducato	50.000	1990	10	9	5.000	-	5.000
Daily	60.000	1992	10	7	6.000	42.000	18.000
Invasatrice	30.000	1996	20	3	1.500	4.500	25.500
Trattore e attrezzi vari							15.000
Totale macchine ed impianti							122.500

Non è stato invece considerato opportuno, data la loro obsolescenza, utilizzare lo stesso procedimento per quanto riguarda l'autocarro con gru, il trattore e gli altri attrezzi. Tuttavia, data la loro attuale funzionalità, si è ritenuto corretto attribuire a tali beni un valore di recupero forfettario prudenziale, pari a 10 milioni di lire per l'autocarro e a 15 milioni di lire complessivi per il trattore e gli attrezzi.

Così calcolato il valore delle macchine e degli attrezzi è risultato pari a 122,5 milioni di lire.

3.2. Attivo circolante

3.2.1. Rimanenze

Per la valutazione del magazzino, riportata in dettaglio in tab. 3.2.1, si è considerata la usuale distinzione concettuale tra materie prime (e altre componenti), da un lato, e prodotti finiti e semilavorati di produzione dall'altro.

Relativamente a questi ultimi va considerato che la natura del processo produttivo permette, per gli olivi e la maggioranza delle piante prodotte, la realizzazione di un primo prodotto vendibile già alla fine del primo anno di coltivazione. Pertanto non risulta azzardato considerare tra i prodotti finiti i semilavorati dell'esercizio.

Tab. 3.2.1. Determinazione del valore delle rimanenze

	Numero	Valore unitario (000 L.)	Valore calcolato (000 L.)
PRODOTTI FINITI			
Olivi (fondo A)	15.000	8,9	133.500
Altre piante in vaso (fondo A)			200.000
Olivi (fondo C)	40.000	8,9	356.000
Altre piante in vaso (fondo C)			50.000
MATERIE PRIME			
torba, terriccio, plastiche, vasi, fitofarmaci			20.000
Totale rimanenze			759.500

Per quanto riguarda la stima degli olivi la valutazione unitaria di tali prodotti è stata effettuata sulla base del valore netto di realizzo in relazione all'andamento del mercato. Si sono considerati dei valori medi ponderati calcolati sulla base delle indicazioni sui prezzi di vendita fornite dalla Proprietà, tenuto conto in particolare dei diversi canali di collocamento dei prodotti. Per tali prodotti i prezzi di

vendita all'ingrosso a pianta si attestano mediamente sulle 7.500 lire, mentre quelli al dettaglio intorno alle 11.000 lire.

Considerando una composizione del fatturato di olivi ottenuta per il 60% sul canale dell'ingrosso e per il 40% su quello del dettaglio, il valore medio unitario di vendita degli olivi è stato valutato in L. 8.900. Il prodotto dei valori unitari per il numero delle piante fornisce la stima del valore dei prodotti finiti nel caso dell'olivo. Per le altre piante in vaso, essendo pressoché impossibile pervenire ad una valutazione analitica, si è fatto riferimento a stime della Proprietà che valuta lo stock delle piante "vendibili", rispettivamente, pari a circa 200 milioni di lire nel caso del fondo A e a circa 50 milioni di lire per quello C.

Il valore delle materie prime (torba, terriccio, vasi, etc.), sempre secondo i dati forniti dalla Proprietà, risulta pari a circa 20 milioni di lire.

Su queste basi il magazzino nel suo complesso viene valutato pari a 759,5 milioni di lire.

3.2.2. Crediti

Nel caso dei crediti si è fatto riferimento ad indicazioni della Proprietà che stima in circa 30 milioni di lire lo stock medio di crediti vantato dall'azienda rispetto ai suoi clienti.

3.2.3 Depositi bancari e consistenze di cassa

Anche in questo caso ci si è affidati a indicazioni della Proprietà che valuta la giacenza media sul conto corrente ed in cassa nell'ordine dei 35 milioni di lire.

3.3. Debiti ed altre passività

Sempre stando ai dati forniti dalla Proprietà, i debiti rilevati sono di scarsa entità; si tratta sostanzialmente di residui di debiti verso fornitori per l'acquisto di immobilizzazioni tecniche e precisamente: L. 20 milioni per l'invasatrice e L. 15 milioni a saldo della serra più recente. Non sono stati forniti dalla Proprietà elementi relativi a rischi particolari che giustifichino la presenza di fondi specifici; non sussiste, inoltre, alcun fondo TFR, dato che la manodopera "esterna" utilizzata è costituita solo da operai a tempo determinato (OTD).

3.4. L'ammontare del PN

Sulla base delle diverse voci stimate risulta possibile determinare il Patrimonio netto rettificato, come illustrato nella tab. 3.4.. Per completezza va precisato che, ai fini della stima, si sono trascurati i valori relativi alle dotazioni di ufficio in quanto irrilevanti e non controllabili. Si è, comunque, proceduto in via cautelativa a svalutare i crediti del 5%.

Considerando le diverse voci dell'attivo si perviene ad un valore di 1.728 milioni di lire dal quale, detratte le passività, si arriva a valutare il Patrimonio netto rettificato in circa 1.693 milioni di lire.

Tab. 3.4. Determinazione del Patrimonio Netto rettificato

VOCI	Valori correnti (000 L.)
<i>IMMOBILIZZAZIONI</i>	
TERRENI	468.000
INVESTIMENTI FONDIARI	315.000
MACCHINE E IMPIANTI	122.500
<i>ATTIVO CIRCOLANTE</i>	
RIMANENZE	759.500
CREDITI	28.500
CONTO CORRENTE E CASSA	35.000
TOTALE ATTIVITA'	1.728.500
DÉBITI	35.000
TOTALE PASSIVITA'	35.000
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	1.693.500

4. Reddito medio normalizzato

La determinazione del Reddito medio normalizzato (R) presuppone la determinazione dei ricavi, dei costi e delle imposte e tasse, che mediamente interessano un esercizio "ideale", in assenza di accadimenti favorevoli o penalizzanti.

Per il calcolo di R si è seguito uno schema che fa riferimento alle classi di valori generalmente utilizzate in sede di riclassificazione del Conto Economico nel quadro dell'analisi di bilancio (cfr. ad es.

Mascheretti Merusi 1991), distinguendo da un lato i ricavi e dall'altro le principali voci di costo delle gestioni "extrafiscali" e successivamente le voci passive della gestione fiscale. Si tratta di una distinzione che trae fondamento, oltre sul piano dei principi contabili, anche dalla normativa a seguito della nuova struttura del bilancio di esercizio prevista dal codice civile negli articoli 2424 e seguenti in attuazione delle direttive comunitarie in materia⁸.

La determinazione analitica del Reddito medio normalizzato è riportata nella successiva tab. 4; i criteri utilizzati per il calcolo delle singole voci sono riportati in dettaglio di seguito.

4.1. Ricavi

I ricavi dell'azienda si identificano esclusivamente con i ricavi delle vendite. Questi sono stati stimati analiticamente per quanto riguarda gli olivi, moltiplicando il numero di piante vendute all'anno - mediamente intorno a 52.500 - per il valore unitario di L. 8.900 calcolato, come sopra illustrato, come media ponderata tra il prezzo al dettaglio e quello all'ingrosso. Per quanto riguarda invece i ricavi relativi alle altre piante si è invece fatto riferimento a indicazioni della Proprietà, che valuta tali ricavi nello stesso ordine di grandezza di quello delle piante di olivo, considerando un valore complessivo di 500 milioni di lire.

4.2. Costi

Per quanto concerne i costi espliciti si sono considerate le indicazioni della Proprietà, a loro volta basate in gran parte sulla media dei dati contabili più recenti. Relativamente agli ammortamenti si è fatto riferimento, per motivi di coerenza, ai valori già definiti in sede di stima del Patrimonio netto, mentre per quanto riguarda i costi di manutenzione ci si è avvalsi delle indicazioni rintracciabili nella

8) Date le caratteristiche dell'azienda, nella quale risulta *assolutamente prevalente* il peso della gestione caratteristica, e le finalità della stima non si è ritenuto necessario tentare di distinguere nella determinazione di R - ad eccezione della gestione fiscale - i risultati della gestione caratteristica da quelli delle altre gestioni (accessoria, finanziaria e straordinaria). Tornando alle classi utilizzate in qualche caso i termini impiegati possono non essere in perfetta sintonia con la terminologia utilizzata in ambito economico agrario (cfr. ad es. la voce costi di produzione), ma questo è un portato di quel processo di contaminazione culturale al quale si è fatto riferimento all'inizio del lavoro.

manualistica tecnica relativa all'agricoltura ed alle prescrizioni della normativa vigente.

Con riferimento agli acquisti di beni, questi si dettagliano come segue:

- circa 200 milioni di lire riguardano i costi delle materie prime acquistate (terriccio, torba, concimi, fitofarmaci, etc.);
- circa 200 milioni di lire si riferiscono all'acquisto di piantine sul mercato ed ai costi di realizzazione del materiale di riproduzione all'interno dell'azienda;
- circa 10 milioni di lire sono relativi all'acquisto di servizi, identificabili esclusivamente con le prestazioni dello studio di consulenza fiscale e commerciale di cui l'azienda si avvale;
- i costi del personale superano i 260 milioni di lire: tale valutazione (basata per i lavoratori manuali sulle giornate impiegate e sui salari e contributi vigenti nell'area per gli OTD) è stata ritenuta congrua, e, pertanto, non sono state previste tra le passività specifiche appostazioni a copertura di eventuali rischi contributivi e previdenziali⁹;
- gli altri costi di produzione (energia elettrica, carburanti lubrificanti, acqua, etc.) sono superiori a 32 milioni di lire.

La determinazione degli ammortamenti, per coerenza, fa riferimento, come già precisato, alle quote determinate in sede di valutazione del patrimonio.

Per quanto riguarda gli investimenti fondiari (serre, capannoni, etc.) la somma di tali quote (cfr. tab. 3.1.2) ammonta a L.13 milioni annui, ai quali sono state aggiunte 900mila lire, pari al 3% del valore delle piante madri di ulivo, utilizzando un criterio suggerito nei manuali tecnici nel caso degli arboreti.

Con riferimento, invece, alle macchine e agli impianti la somma delle quote annuali ammonta a L. 17.500.000.

Per quello che concerne la manutenzione ci si è attenuti, come già evidenziato, sostanzialmente alle indicazioni previste dalla normativa, facendo sempre riferimento ai manuali tecnici: per gli investimenti

9) Nei costi del personale appare, altresì, la voce "contributi lavoro autonomo" e una voce "stipendi" costituita da un flusso di prelievi da parte di uno dei proprietari quale compenso concordato per l'esercizio di funzioni amministrative e direzionali. Per inciso tale compenso è dello stesso ordine di grandezza del valore stipendiale generalmente considerato nel caso del bilancio tradizionale dell'azienda agraria (3-7% della Plv).

4. Determinazione del Reddito medio normalizzato

Valori in migliaia di lire

RICAVI				
Olivi	467.50			
Altre piante	500.00			
<i>Ricavi di vendita</i>		967.500		
Totale ricavi			967.500	
COSTI				
terriccio, torba, concimi, plastiche, fitofarmaci, et.	200.00			
sementi e piantine	200.00			
<i>Acquisti di beni</i>		400.000		
Studio consulenza (commercialista)	10.00			
<i>Acquisti di servizi</i>		10.000		
salari operai a tempo determinato (OTD)	144.96			
contributi OTD	65.23			
contributi lavoro autonomo	10.00			
stipendi	40.00			
<i>Costi del personale</i>		260.192		
energia elettrica	9.00			
carburanti e lubrificanti	20.00			
acqua	3.50			
<i>Costi di produzione</i>		32.500		
Quote piante poliennali	90			
Quote altri investimenti fondiari	13.00			
Quote macchine e impianti	17.50			
<i>Ammortamenti</i>		31.400		
Manutenzione investimenti fondiari	2.20			
Manutenzione impianti irrigui	98			
Manutenzione macchine e attrezzi	4.00			
Risistemazioni terreno, fossi, et.	1.00			
Cure colturali piante madri	2.00			
<i>Manutenzione</i>		10.185		
Assicurazione danni a terzi	1.00			
Assicurazione automezzi (furgoni, etc.)	2.00			
<i>Spese assicurative</i>		3.000		
Spese telefoniche	10.00			
Altre spese generali	1.00			
<i>Spese generali</i>		11.000		
IMPOSTE				
Irpef e Irap	24.00			
Contributi consortili	50			
<i>Totale tributi</i>		24.500		
Totale costi e imposte			782.777	
REDDITO MEDIO NORMALIZZATO				184.723

fondari si è calcolato lo 0,7% del valore totale stimato (L. 315 milioni di lire), per gli impianti irrigui si è considerato il 2% del relativo valore (49 milioni di lire), mentre per le altre macchine e per gli attrezzi, in relazione all'età avanzata di alcuni di tali investimenti, si è ritenuto necessario considerare una quota di manutenzione forfettaria, pari a 4 milioni di lire.

Sempre su base forfettaria sono state determinate le spese di manutenzione dei terreni (riporti, fosse, etc.) valutate, su indicazioni della Proprietà, intorno a 1 milione di lire. Nelle spese di manutenzione sono state considerate inoltre le cure colturali delle piante madri, in quanto finalizzate alla manutenzione del capitale biologico aziendale, determinate in L. 2.000.000 annui.

Ai costi fin qui considerati sono state aggiunte le spese relative ai premi assicurativi effettivamente corrisposti, per un ammontare di L. 3 milioni¹⁰, e le spese generali (telefono, cancelleria, etc.), pari a circa 11 milioni di lire.

4.3. Imposte e tasse

Stando alle indicazioni della Proprietà l'ammontare annuale delle imposte e tasse pagate ammonta a L.24 milioni.

Tale cifra è stata accettata come congrua e, pertanto, la valutazione dell'azienda viene condotta non tenendo conto di possibili rischi di tipo fiscale.

4.4. La determinazione di R

Sulla base dei ricavi, dei costi e delle imposte e tasse sopra determinati, il reddito normalizzato è pari a quasi 185 milioni di lire.

Il valore così determinato rappresenta quel reddito, che si desume dai risultati storici, che si intende proiettare nel futuro ai fini del calcolo del valore economico dell'intera azienda.

Naturalmente tale operazione è legittima sotto alcune ipotesi, alcune delle quali, le più significative, sono richiamate di seguito.

10) La scelta di considerare solo i premi effettivamente corrisposti è fondata su un criterio di coerenza tra la valutazione reddituale e quella patrimoniale effettuata in precedenza, nell'ambito della quale non si sono considerati fondi rischi.

La prima ipotesi da assumere, ai fini della coerenza del procedimento di stima, è che l'azienda non subisca nel futuro (almeno per il periodo che sarà preso in considerazione nella attualizzazione dei sovraredditi) mutamenti strategici sostanziali tali da stravolgere la struttura dei costi e dei ricavi sopra delineata (mutamenti di settore, di aree d'affari, di mercati, di indirizzi produttivi, etc.).

Distinta, ma complementare rispetto a tale ipotesi è quella che non vi siano mutamenti dell'ambiente competitivo capaci di influire sulle strategie aziendali¹¹.

Comunque, anche in presenza di costanza delle strategie aziendali, la proiezione "in avanti" del reddito normalizzato, così come stimato sulla base delle indicazioni della proprietà, presuppone che detto reddito possa essere mantenuto *stabilmente* nel prossimo futuro.

Ciò comporta, quanto meno, la stabilità della evoluzione del mercato e della posizione competitiva dell'azienda, che potrebbe essere invece minacciata ad esempio da nuovi e agguerriti concorrenti.

Infine nel proiettare tale reddito nel futuro non si tiene conto del tasso di inflazione, nell'ipotesi, anche questa comunque non esente da un qualche rischio, che l'inflazione, nel caso esaminato, agisca in maniera proporzionale sui ricavi e sui costi.

5. Tasso di redditività normale

Uno dei problemi di maggiore complessità del tipo di stima realizzato è quello della determinazione del tasso di redditività *normale* rispetto al tipo di investimento considerato.

Per determinare tale tasso occorre normalmente fare riferimento alla media della redditività conseguita in un congruo arco temporale da un nutrito campione di aziende rappresentative operanti nel settore di interesse. Un tale calcolo risulta possibile con riferimento ad aziende industriali o di servizi per le quali sia possibile reperire dati di

11) A puro titolo di esempio ove per il fondo C - in virtù della sua particolare posizione - fossero ipotizzabili "a breve" prospettive di utilizzazione di natura "turistico-ricreativa", tali da ridefinire le aree di business, è chiaro che proiettare il reddito medio fin qui calcolato nel futuro per determinare il valore attuale dell'azienda non avrebbe molto senso.

bilancio certificati e pubblici, come normalmente accade per le aziende quotate in borsa.

In mancanza, nel caso di specie, di tale quadro informativo risulta necessario operare sulla base di un diverso criterio, che è quello di approssimare il tasso di redditività normale con il "costo" medio ponderato del capitale. Questo è pari alla media aritmetica ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, con pesi rispettivamente pari all'incidenza, sul totale capitale investito, del capitale proprio e del capitale di terzi. Il costo del capitale di terzi è pari al tasso di interesse, al netto delle tasse, mediamente pagato sul capitale finanziario preso a prestito a titolo oneroso. Il costo del capitale proprio è pari al rendimento minimo che un investitore si attende di ricavare dal proprio investimento¹²; il costo del capitale proprio (r) può essere in formula così rappresentato:

$$r = r_{fr} + \beta (r_{rr} - r_{fr})$$

Dove:

- r_{fr} è il rendimento dei titoli "senza rischio" (come potrebbe essere nel nostro Paese quello dei titoli di Stato di medio-lungo periodo);
- r_{rr} è il rendimento medio di un'attività a rischio d'impresa che normalmente viene approssimato dal rendimento medio di lungo periodo di un mercato azionario rappresentativo;
- $(r_{rr} - r_{fr})$ è il premio per il rischio, cioè il maggior rendimento che sul lungo periodo spetta ad un investimento a rischio rispetto ad un investimento senza rischio;
- β (beta) è un coefficiente il cui valore oscilla intorno all'unità e che tende a caratterizzare il livello di rischiosità del settore specifico in cui si effettua l'investimento rispetto alla rischiosità di un investimento "articolato" su un complesso ed eterogeneo insieme di attività economiche. In particolare un valore di beta superiore all'unità indica che il settore specifico di interesse presenta una rischiosità maggiore del rischio "medio" del complesso delle attività di riferimento; un valore inferiore all'unità indica una rischiosità minore ed un valore pari all'unità indica una rischiosità esattamente pari alla media.

¹²) In altri termini al di sotto del rendimento dato dal costo del capitale proprio l'investitore razionale dovrebbe mettere in discussione l'opportunità dell'investimento stesso.

In altri termini, quindi, il coefficiente beta tende a "pesare" il generico "premio per il rischio" in funzione delle specificità del settore e del tipo di azienda in cui si va ad investire¹³. Il beta viene solitamente determinato mediante stime econometriche riferite a gruppi rappresentativi di aziende operanti nello stesso settore, assumendo a riferimento il complesso delle aziende quotate in borsa.

In sintesi la determinazione del tasso di redditività attesa, secondo questo approccio, parte dal rendimento dei titoli senza rischio ai quali viene aggiunto un altro tasso che dipende, in funzione del valore di beta, dalla differenza tra il premio per il rischio d'impresa e la remunerazione degli investimenti senza rischio.

Nel caso di specie, al momento della stima, si è considerato verosimile, sul mercato italiano, un tasso di remunerazione dei titoli di stato di medio lungo periodo (che come si vedrà è l'orizzonte in cui si tende a proiettare il reddito normalizzato) intorno al 5%¹⁴. Rispetto a tale valore, secondo le indicazioni della letteratura più recente (Guatri, 1998) la maggiorazione del rendimento connessa al rischio d'impresa può essere valutata tra il 4% ed il 5%. Questa maggiorazione - considerata mediamente pari a 4,5% - va moltiplicata per il coefficiente beta caratteristico del settore.

Purtroppo non si dispone per il caso italiano di stime di beta relativamente al comparto vivaistico. Tuttavia non risulta azzardato prendere a riferimento stime relative al settore agricolo di altri Paesi europei, che collocano beta intorno a 0,8 (cfr. Datastream in Guatri, 1998). Moltiplicando il premio del rischio (4,5%) per 0,8 si ottiene il valore di 3,6%, che aggiunto al 5% di partenza, dà un rendimento medio atteso dell'8,6%.

Come soluzione operativa "alternativa" si potrebbe considerare in quest'ottica, nel caso italiano, il beta dell'industria alimentare, che, secondo la stessa fonte, viaggia intorno allo 0,9. Tale valore, moltiplicato per la stessa differenza considerata in precedenza (tra premio

13) Va precisato che il livello di rischiosità è definito come variabilità del rendimento (redditività) dello specifico settore di attività considerato rispetto alla variabilità del rendimento delle attività a rischio nel loro complesso.

14) Pur non essendo questa la remunerazione effettiva, non è risultato comunque del tutto corretto scendere al di sotto di tale cifra per la diffusione, legata al processo di globalizzazione, di strumenti finanziari, come ad es. Fondi di Investimento, costituiti da portafogli di titoli senza rischio relativi ai mercati maggiormente affidabili e capaci comunque, allo stato attuale, al netto di tasse e commissioni, di rendere in alcuni casi anche qualcosa in più della cifra considerata.

medio al rischio di impresa e rendimento dei titoli senza rischio), colloca il costo medio del capitale proprio intorno al 9%.

Una stima del costo medio del capitale proprio tra l'8% ed il 9% risulta congrua anche rispetto ad una valutazione di buon senso che tenga conto di alcuni specifici dati di fatto forniti dall'esperienza e dalla pratica valutativa. Come sottolinea Guatri nel suo ultimo trattato sulla valutazione delle aziende (Guatri 1998) nell'esperienza mitteleuropea tassi di reddito giudicati normali sono stati nell'ultimo periodo compresi nei seguenti range: a) nell'industria dal 7% al 10% a seconda dei diversi tipi di attività considerati; b) nel commercio dall'8% al 12%.

Considerando pertanto che l'attività in corso di valutazione assume in parte caratteri tipici dell'agricoltura (per la quale nel nostro Paese si considerano rendimenti in genere più bassi nell'ordine di quelli dei titoli a reddito fisso), ma in parte considerevole - in relazione all'ambiente "protetto" in cui almeno in parte avvengono, ed alle caratteristiche tecnologiche dei processi produttivi - caratteri industriali ed in parte, pure significativa, caratteri di natura commerciale (specie per quanto attiene alla vendita diretta che risulta possibile nel caso dei fondi collocati su strade a forte scorrimento), non risulta azzardato in conclusione proporre come rendimento "minimo" atteso sul capitale proprio un valore compreso tra l'8% ed il 9%¹⁵.

Per la valutazione in oggetto la mancanza di capitale di prestito a titolo oneroso esime dalla stima del costo del capitale di terzi, e quindi, il costo del capitale coincide, nel caso di specie, con il costo del capitale proprio. Pertanto ai fini della stima del goodwill si prenderà comunque a riferimento, a titolo cautelativo (nel senso che così facendo si minimizza il rischio di sottovalutare l'avviamento), un livello del tasso pari all'8% anche se si considereranno più avanti pure tassi lievemente più alti (8,5% e 8,75%), vicini a quelli che, sulla scorta delle stime dei beta disponibili, sembrano i valori più probabili. In altri termini ai fini della stima si assume che l'8% rappresenta il minimo tasso di rendimento "ragionevole" rispetto all'investimento nell'attività considerata, rendimento al di sotto del quale gli investitori potrebbero mettere in discussione la loro permanenza nel settore.

15) Le valutazioni sopra effettuate sembrano confermate, inoltre, da opinioni raccolte presso operatori ed esperti del settore, che collocano generalmente il rendimento medio del comparto proprio nell'intervallo sopra indicato.

Nel caso specifico del tasso "minimo" considerato, il rendimento medio annuo del capitale proprio - che per semplicità si può approssimare a L. 1.700 milioni - può essere valutato pari a circa a L. 136 milioni di lire. Confrontando tale rendimento con il reddito normalizzato della specifica azienda - che anche in questo caso si approssima per comodità a L. 185 milioni - si rileva che questa, sotto l'ipotesi di redditività "minima" del settore dell'8%, è in grado di generare un "sovrareddito" annuo di 49 milioni di lire.

Tale sovrareddito costituisce la base per il calcolo dell'avviamento, nel senso che costituisce il valore che va attualizzato ad un certo tasso per un certo periodo di anni, tasso e periodo che saranno definiti di seguito.

6. Orizzonte temporale e tasso di attualizzazione

6.1. La determinazione dell'orizzonte temporale (n)

Il primo problema da affrontare riguarda, dunque, il periodo per il quale occorre attualizzare il sovrareddito sopra determinato. Nella originaria impostazione dell'UEC il periodo di riferimento doveva essere abbastanza breve, nel senso che si ipotizzava che la presenza di un "sovrareddito" (o extraprofitto) fosse destinata nel giro di qualche anno a ridimensionarsi e pertanto - secondo ad es. le indicazioni dell'ordine dei commercialisti (Commissione di studio ... 1993) - il periodo in questione non avrebbe dovuto superare, prudenzialmente, i 5 anni.

Come osserva Guatri nel già citato trattato sulla valutazione delle aziende il metodo misto ha subito in quest'ultimo periodo una certa evoluzione concettuale, legata all'affermarsi di "tendenze" internazionali, volte a considerare più adeguatamente gli aspetti reddituali rispetto a quelli patrimoniali. In questo senso, per "aziende dotate di *elevata e stabile* redditività, per le quali ragionevoli previsioni e attese possono spingersi in là nel tempo, i valori di *n* possono giungere a 10 anni" (Guatri, 1998).

Sulla base della conoscenze acquisibili attraverso l'esame della letteratura (cfr. ad es. Volpi 1995, Ronco 1997) e soprattutto attraverso il parere di esperti ed operatori del settore, le prospettive dell'ambiente operativo nel quale risulta inserita, le caratteristiche relative alla struttura, all'organizzazione, al management, e le strategie perseguite

dall'impresa sul piano della produzione e della innovazione, consentono ragionevolmente di ipotizzare, per il caso oggetto di studio, la sussistenza di una elevata e stabile redditività per un lasso di tempo sufficientemente ampio, per cui non risulta azzardato considerare un orizzonte temporale in linea con le indicazioni presenti nel lavoro sopra citato (10 anni)

6.2. La scelta di "i"

Una significativa evoluzione ha subito pure il tasso di attualizzazione del sovrareddito. In origine, secondo l'UEC si trattava di un tasso particolarmente elevato (12%) che doveva scontare in qualche misura il rischio connesso alla prematura estinzione del sovrareddito stesso.

In linea con una impostazione oggi prevalente, il tasso di attualizzazione da considerare deve avere le seguenti caratteristiche: deve poter trasferire nel tempo valori monetari; deve essere reale o nominale a seconda del carattere reale o nominale dell'avviamento stimato; deve comprendere una limitata maggiorazione a copertura del rischio che l'avviamento si deteriori o sparisca.

Nel caso di specie un tasso nominale di puro trasferimento di valori nel tempo può essere approssimato dal rendimento nominale dei titoli di stato a medio-lungo termine (circa il 5% al momento della stima). Tenuto conto che i valori del sovrareddito sono valori reali, al tasso in questione occorre sottrarre il tasso di inflazione previsto per il periodo di attualizzazione; tale tasso è stato stimato, sempre al momento della valutazione, intorno al 2%. Dal 2% al 3% può essere invece collocato il tasso di copertura dal rischio di sparizione o deterioramento dell'avviamento che va aggiunto al tasso di trasferimento al netto di quello di inflazione.

In totale il tasso di attualizzazione del sovrareddito considerato può oscillare dunque tra il 5% ed 6%

7. Valore dell'azienda e stima del "goodwill"

7.1. I risultati del procedimento di stima

Definito il quadro delle grandezze coinvolte, dalla formula riportata all'inizio è possibile ricavare il valore dell'avviamento e dell'azienda nel suo complesso.

Per chiarezza espositiva è forse opportuno sintetizzare i risultati del lavoro fin qui svolto relativamente alle diverse voci considerate ricordando che:

- il patrimonio netto aziendale (PN), è stato valutato intorno a 1.700 milioni di lire;
- il reddito medio annuo "normalizzato" (R) è stato stimato in circa L. 185 milioni di lire;
- il saggio "normale" di redditività (r) è stato collocato tra l'8% ed il 9%;
- l'orizzonte di attualizzazione (n) dei sovraredditi dell'impresa considerato è pari a 10 anni;
- il tasso di attualizzazione dei sovraredditi (i) è stato collocato tra il 5 ed il 6%.

Si consideri ora a titolo di riferimento un saggio normale di redditività pari all'8,5%, intermedio tra il valore minimo e quello massimo stimati. Moltiplicando tale saggio per 1.700 milioni di lire si ottiene un rendimento annuo del capitale proprio pari a circa 144,5 milioni. Detraendo dal Reddito medio normalizzato, pari a 185 milioni di lire, tale rendimento, si ottiene un sovrareddito di L. 40,5 milioni all'anno.

Assumendo che tale sovrareddito possa permanere per 10 anni, occorre, anno per anno, trasferire tale valore all'attualità attraverso una operazione di anticipazione, effettuata ad un tasso compreso tra il 5% ed il 6%. Considerando, anche in questo caso, un valore intermedio del 5,5%, il risultato del calcolo descritto è pari L 305 milioni¹⁶. Tale valore dell'avviamento, sommato a quello del patrimonio (L. 1.700 milioni) conduce a valutare il complesso aziendale, nel caso dei valori considerati (PN = 1.700 milioni; R = 185 milioni; r = 8,5%; n = 10; i = 5,5 %) in 2.005 milioni di lire.

7.2. Una breve analisi di sensitività

Naturalmente il fatto che sia il tasso di redditività normale (r) che quello di attualizzazione (i) siano stati stimati per intervalli rende la valutazione dell'avviamento - e conseguentemente quella dell'azienda - "sensibile" alle variazioni dei tassi in parola all'interno degli intervalli definiti.

16) E' superfluo ricordare che, considerando nel caso di specie il sovrareddito come un flusso di rate tutte uguali, l'operazione di accumulazione all'attualità di tali rate si riduce a moltiplicare una singola rata per il noto coefficiente $(u^n - 1) / i u^n$ - dove $u = 1+i$ - oppure, come dir si voglia, $a_n \cdot r$.

Per permettere di verificare di quanto le variazioni dei tassi tendano ad accrescere e a ridurre le valutazioni suddette è stata approntata la tabella 7, che riporta, per diversi valori dei tassi in esame, le differenti valutazioni del goodwill e del complesso aziendale che risultano dalla procedura di calcolo considerata.

Tab. 7. Analisi di sensitività della valutazione del Goodwill e del complesso aziendale				
(PN = 1700; R = 185) - dati in milioni di lire				
<i>a) Valutazione dell'avviamento</i>				
		Tasso di attualizzazione		
		5%	5,5%	6%
Tasso di redditività normale				
	8,00%	378	369	361
	8,50%	313	305	298
	8,75%	280	273	267
<i>b) Valutazione del complesso aziendale</i>				
		Tasso di attualizzazione		
		5%	5,5%	6%
Tasso di redditività normale				
	8,00%	2.078	2.069	2.061
	8,50%	2.013	2.005	1.998
	8,75%	1.980	1.973	1.967

Dall' esame della tabella si osserva che per valori "elevati" dei due saggi l'avviamento risulta quantificato intorno ai 267 milioni di lire, mentre per i limiti inferiori degli intervalli considerati lo stesso può sfiorare i 380 milioni. Conseguentemente la valutazione del complesso aziendale può variare da un "minimo" di un miliardo e 967 milioni di lire circa ad un massimo di 2 miliardi e 78 milioni di lire.

La valutazione dell'avviamento è dunque collocata all'interno di un intervallo abbastanza ampio, che dipende in una certa misura dai tassi considerati. A tale proposito va osservato che la valutazione del

goodwill risulta più sensibile alla variazione del saggio di redditività (r), rispetto a quanto non accade per " i "; in altri termini le variazioni di " r " tendono ad accrescere o deprimere tale valutazione più di quanto non facciano le variazioni del tasso di attualizzazione.

In merito alla analisi effettuata, senza volere minimizzare l'influenza dei tassi sull'ampiezza dell'intervallo all'interno del quale si colloca il goodwill, va osservato, in primo luogo, che tale ampiezza non sembra particolarmente eccessiva rispetto al valore del complesso del capitale economico¹⁷. In secondo luogo va aggiunto che il fatto che la stima dell'avviamento sia più sensibile al valore di " r " - piuttosto che a quello di " i " - fornisce un ulteriore elemento di rassicurazione in merito alla valutazione effettuata, essendo la stima del tasso di redditività normale ancorata sia a procedimenti indiretti (cfr. § 5) sia a valutazioni degli operatori del settore. In più va aggiunto che vicino all'estremità superiore dell'intervallo individuato ricadono valutazioni dell'avviamento effettuate (in percentuale sul fatturato) nel caso di attività commerciali di vendita al dettaglio di prodotti florovivaistici attraverso procedure di comparazione diretta (CAAM - FIMAA 1999). In questo senso, le considerazioni effettuate in precedenza in merito alla natura composita - agricola, industriale e commerciale - della attività considerata sostengono ulteriormente la scelta di considerare un valore "intermedio" tra gli estremi dell'intervallo in parola. Qualche elemento di ulteriore sostegno a questa tesi sembra comunque venire da un'altra valutazione dell'azienda basata su una metodologia diversa da quella fin qui considerata.

8. Il valore del complesso aziendale in termini di flusso di cassa

Per testare la congruità del valore aziendale sopra calcolato si è provveduto quindi a determinare il valore dell'azienda attraverso una metodologia di natura finanziaria, in modo da ottenere un risultato meno influenzato dal peso della base patrimoniale nel procedimento di stima. In sintesi, la metodologia adottata costituisce una versione semplificata dell'Analisi dei Flussi di Cassa, considerando cioè il valore dell'azienda come somma attualizzata dei flussi di cassa che genera

¹⁷) In termini operativi l'intervallo considerato si è dimostrato pienamente rispondente alle esigenze della Proprietà.

negli anni nonchè del valore residuo (anch'esso attualizzato) che permane alla fine di tale periodo.

E' noto che, in termini generali, il flusso di cassa di un determinato esercizio è costituito dal fatturato al netto del costo del venduto, maggiorato degli ammortamenti, ed al netto delle imposte, più accantonamenti, ed eventuali variazioni del capitale circolante operativo e di quello fisso operativo. Nel caso di specie la struttura ed i caratteri dell'azienda, nonché quella delle informazioni disponibili, suggeriscono di considerare un flusso di cassa "medio normalizzato" costituito semplicemente dal reddito normalizzato, così come stimato in precedenza, maggiorato degli ammortamenti.

In sostanza il ragionamento è il seguente: l'azienda, per generare reddito e ripagare gli investimenti effettuati - *ad eccezione dei terreni* - deve essere attualmente in grado di generare un flusso di cassa di quasi 220 milioni di lire all'anno (216,5 per l'esattezza), pari al reddito normalizzato più gli ammortamenti (cfr. tab. 4). Ipotizzando che tale flusso permanga per 10 anni, esso viene attualizzato al tasso di rendimento "minimo" che giustifica l'investimento nell'attività considerata, così come lo si è definito in precedenza (8%); in tal modo si ottiene il valore complessivamente generato, al quale va aggiunto il valore "residuo", attualizzato, degli investimenti fondiari e degli impianti.

In sintesi, si è calcolato in primo luogo il valore attuale di un flusso di cassa di 216,5 milioni per un periodo di 10 anni al tasso dell'8%. Tale valore è pari a 1.452 milioni di lire. Valutando inoltre sempre in 216,4 milioni di lire¹⁸ il valore residuo degli impianti e degli investimenti fondiari si è riportato tale valore all'attualità sempre utilizzando lo stesso saggio di rendimento: in termini attuali tale valore ammonta cioè a circa 100 milioni di lire.

In definitiva con questo metodo il valore dell'azienda nel suo complesso può essere valutato pari al totale attualizzato del flusso di cassa e del valore residuo, rispettivamente 1.452 e 102 milioni di lire, al quale va aggiunto il valore attuale dei terreni (L. 468 milioni), pervenendo in tal modo ad un valore complessivo di 2.020 milioni di lire.

18) Tale risultato deriva da una simulazione effettuata sugli stessi dati delle tabelle 3.1.2. e 3.1.3.

9. Conclusioni

Come già precisato in sede introduttiva il lavoro fin qui condotto intendeva misurarsi con i problemi connessi alla utilizzazione di una metodologia di valutazione "mista" nel caso concreto di una azienda vivaistica, al fine di riuscire a quantificare adeguatamente, nell'ambito di quello del complesso aziendale, il valore dell'avviamento. Anche se, inevitabilmente, in fase operativa sono emerse una serie di problematiche di natura dottrinale che non erano di stretta pertinenza del lavoro, questo non è comunque venuto meno alla sua finalità prettamente empirica, riuscendo a quantificare il valore ricercato. La metodologia utilizzata, infatti, ha consentito di collocare il valore del goodwill all'interno di un intervallo compreso tra i 267 e i 378 milioni di lire, permettendo altresì di valutare il complesso aziendale, comprensivo del patrimonio e dell'avviamento, tra i 1.967 ed i 2.078 milioni di lire.

All'interno dello stesso intervallo ricade una ulteriore stima del complesso aziendale effettuata attraverso un'altra metodologia, basata sulla attualizzazione dei flussi di cassa, attraverso la quale il valore di tale complesso è risultato pari a circa 2.020 milioni di lire. In questo senso, come già osservato nel corso del lavoro, il risultato ottenuto con quest'ultima metodologia di stampo finanziario, pur non potendo costituire una prova di quello ottenuto con il metodo misto, avvalorava in qualche misura la stima ottenuta con quest'ultimo.

In più si può aggiungere che il fatto che il valore risultante con tale metodologia risulti collocato in posizione intermedia rispetto ai valori estremi individuati con il metodo misto, costituisce un ulteriore elemento che tende a corroborare la tesi, sostenuta con diverse argomentazioni nel corso del lavoro, che il più probabile valore del complesso aziendale si collochi all'interno dell'intervallo calcolato e che quindi anche il valore del goodwill vada correttamente collocato in un punto intermedio tra gli estremi identificati nel corso dello studio, verosimilmente vicino alla media, cioè 322,5 milioni di lire.

Sembra questa essere quindi la stima più corretta dell'avviamento, cioè di quel "sopravalore" rispetto al patrimonio che, come asserito in precedenza, deriva al complesso aziendale funzionante dalle sue caratteristiche specifiche, e che può essere "idealmente" attribuito, assieme al patrimonio, a *tutti* i soggetti proprietari in proporzione alle loro quote.

Si tratta di un valore di non poco conto – volendone dare un ordine di grandezza è circa il 20% di quello del patrimonio – la cui consistenza rende ragione in qualche misura della scelta della metodologia di valutazione “mista” adottata nel caso considerato.

Naturalmente tale metodologia non è scevra da limiti e da approssimazioni che non sono state sottaciute nel corso del lavoro. In primo luogo la valutazione effettuata risente in parte di una serie di carenze informative. Alcune di queste derivano dalla mancanza – a tutt’oggi presente nella maggioranza delle aziende agricole – di un quadro contabile completo ed affidabile, capace di esprimere una informativa di bilancio adeguata alla metodologia adottata. In questo senso va ricordato, però, che negli ultimi tempi esistono o sono in via di definizione tutta una serie di “sollecitazioni” – sul piano della normativa di incentivazione e sul versante civilistico e fiscale - che sembrano spingere verso un sia pur parziale superamento di tali carenze informative, per cui la metodologia adottata sembra in prospettiva suscettibile di applicazione più ricorrente.

Altre carenze informative derivano dalla specificità stessa del caso aziendale considerato che certo non consente, tranne per quello che concerne i valori fondiari, l’effettuazione di confronti con le aziende della stessa zona, se non limitatamente ai *pochi* casi di altre aziende florovivaistiche ivi presenti.

E’ chiaro che la metodologia adottata, come del resto qualunque metodologia estimativa, non può non fondarsi sulla logica - o sul “postulato” come la denominano alcuni Autori (Simonotti 1989) - della *comparazione*, per cui il confronto con le altre aziende dello stesso comparto – anche se non localizzate nella stessa zona - è comunque intervenuto, sia nell’esame della congruità dei valori patrimoniali e reddituali forniti dalla Proprietà, sia nella identificazione del saggio di redditività normale di settore. In questo senso, pur con tutte le difficoltà presenti nell’allestimento del quadro informativo di riferimento, tale confronto ha consentito di attenuare, almeno in parte, le carenze informative in esame.

Altri limiti della procedura emergono nel processo di adattamento della metodologia alla specifica realtà aziendale considerata. Le procedure operative adottate relativamente ad alcune valutazioni – a titolo di esempio quella delle piante madri – richiedono, per essere migliorate, ulteriori riflessioni di carattere dottrinale ed un ulteriore affinamento delle fonti informative.

Pur tuttavia nel caso delle aziende ad elevata caratterizzazione agroindustriale e commerciale la quantificazione dell'avviamento sembra mostrare, oltre che sul piano dottrinale (Muzzarelli 1996), anche sul versante operativo una sua ragion d'essere, in virtù della significatività del valore stimato attraverso la metodologia mista utilizzata.

Diverso sarebbe ovviamente il discorso della estensione di tale metodologia ad aziende agrarie tradizionali. Al di là delle motivazioni dottrinali che spingono a considerare ancora valide le metodologie estimative fino ad oggi applicate nella loro valutazione, il problema della utilità della procedura utilizzata nel caso di tali aziende deve necessariamente trovare riscontro, oltre che sul piano teorico, anche su quello empirico, per cui risulta auspicabile procedere, in tale direzione, ad ulteriori analisi e verifiche relativamente a casi concreti.

Del resto in una fase in cui, anche sotto il profilo teorico, si guarda all'impresa agraria in termini nuovi - basti ricordare per tutti in tal senso l'opera di Saccomandi (Saccomandi 1998) - risulta indispensabile un processo, anche operativo, di aggiornamento dei criteri e delle metodologie sulle quali si basa la sua valutazione.

BIBLIOGRAFIA

AMADUZZI A. (1978), *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, UTET, Torino.

CAAM - FIMAA (1999) *Listino prezzi delle aziende*, Milano.

CARRER P. (1983) "Una proposta metodologica di valutazione dell'avviamento in interventi di trasformazione" in Ce.S.E.T. (1983).

Ce.S.E.T. (1983), *Valutazione d'impresa in una società dinamica*, Atti del XIII Incontro Ce.S.E.T, Bologna 15 gennaio 1983.

COMMISSIONE DI STUDIO PER LE PERIZIE, CONSULENZE TECNICHE E VALUTAZIONI, (1993) "Principio di valutazione delle imprese industriali in normale funzionamento", *Il Giornale dei dottori commercialisti - GDC*, gennaio.

DEZZANI F. (1990), "La valutazione delle aziende", *Impresa*, n.13.

GALLERANI V. (1983), "Il valore di avviamento nella stima degli arboreti" in Ce.S.E.T. (1983)

GRILLENZONI M. GRITTANI G. (1994), *Estimo, teoria, procedure di valutazione e casi applicativi*, Calderini, Bologna.

GUATRI L. (1990), *La valutazione delle aziende*, EGEEA, Milano.

GUATRI L. (1998), *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEEA, Milano.

IEVOLI C. (1986), *I mercati floricoli all'ingrosso - stato del settore*, Presidenza del Consiglio dei Ministri, Scuola Superiore della Pubblica Amministrazione, Sede di Roma, Tesi VII Corso reclutamento.

MASCHERETTI S. MERUSI S. (1991) *Guida all'analisi di bilancio*, Etaslibri, Milano.

MICHELIELI I. (1989), *Trattato di estimo*, Edagricole Calderini, Bologna.

MUZZARELLI F. (1996), "La valutazione del capitale economico e dell'avviamento nell'impresa agraria", *Genio Rurale*, n.1.

OREFICE M. (1979), *Lineamenti di estimo industriale*, Calderini, Bologna.

PIRANI A. FABBRIO M. (1988) "La stima del valore di piante arboree ornamentali" *Genio Rurale*, n.4.

POLELLI M. (1997), *Trattato di Estimo*, Maggioli, Rimini.

RAGAZZONI A. (1992), "La stima del valore di piante arboree ornamentali", *Genio Rurale*, n. 2.

RONCO R. (1997), "Ruolo ed organizzazione dei mercati floricoli all'ingrosso", *Agribusiness Management & Ambiente*, n.3 (1995/1996), Forum, Udine.

SACCOMANDI V. (1998), *Agricultural market economics*, Van Gorcum, Assen, The Netherlands.

SCHIMMENTI E. (1997), "Le imprese floricole siciliane in ambiente protetto. Analisi di alcuni casi rappresentativi" in D'ANNO F., DI TRAPANI A.M., FENECH L., SCHIMMENTI E., TUDISCA S., *Il comparto floricolo in Sicilia. Situazione e prospettive*, Palermo, Arti Grafiche Siciliane.

SIMONOTTI M. (1989), *Fondamenti di metodologia estimativa*, Liguori, Napoli.

VOLPI R. (1995), *Florovivaismo: la produzione, il commercio internazionale, i consumi ed i prezzi dei principali prodotti*, *Agricoltura*, n. 276-268, MIRAAF, Roma.