

La valutazione degli investimenti forestali nelle società per azioni

Giuseppe Ascianto*

Considerazioni generali

Dalla fine degli anni settanta, per l'impulso di incentivi erogati dall'Intervento Straordinario nel Mezzogiorno (ex "Cassa), da leggi regionali e nazionali e da direttive comunitarie, si sono sviluppate, soprattutto nell'Italia meridionale e nelle Isole, attività di forestazione "industriale" sia in proprietà imprenditrici che per iniziativa di imprenditori singoli od associati su terra "altrui", acquisita con contratti di affitto o di compartecipazione.

Nel caso di Società per Azioni tali intraprese hanno aperto particolari problematiche estimative e nella fase di conferimento e in quella di verifica, alla scadenza di ogni esercizio, della corrispondenza fra il valore del capitale iscritto in bilancio e quello del soprassuolo e degli altri investimenti connessi.

Mentre le stime per conferimenti hanno carattere ufficiale, sono vincolanti per il richiedente e producono effetti giuridici (stime per scorporo o conferimento, trasformazione di società di persone in società per azioni, stime in arbitrati, stime in corso di trattative o aste, etc.) le valutazioni per la formazione del bilancio possono considerarsi "conoscitive e cautelative", formali o addirittura informali.

La stima può essere richiesta al Consiglio di Amministrazione dal Collegio Sindacale o dalle Società di revisione di bilancio e deve esprimere per ogni esercizio il "valore generale" [1] ossia il valore che "obiettivamente potrebbe attribuirsi all'Azienda in avviamento".

Le maggiori difficoltà si manifestano in caso di valutazione di soprassuoli nella fase di impianto o di soprassuoli comunque "immaturi" allorché è necessario accertare l'"ordinarietà" dei costi sostenuti in un mercato caratterizzato da un limitato numero di im-

* Professore Straordinario di Estimo Rurale nell'Università di Palermo.

prese dello stesso tipo ed effettuare previsioni di costi e ricavi per un periodo di 20-25 anni.

In questa sede, senza la pretesa di affrontare l'intera problematica, si formuleranno alcune considerazioni sui vari metodi di stima degli investimenti forestali ai fini della formulazione del bilancio con il solo scopo di stimolare l'interesse, da parte di studiosi ed operatori di tale specifico settore, ad eventuali approfondimenti metodologici.

1. *La valutazione del capitale economico nelle Società operative forestali (S.p.A.), operanti su terra altrui, nella fase iniziale di attività*

Una prima scelta metodologica discende dallo scopo della stima e riguarda la proiezione dell'attività dell'impresa nel caso di un particolare "trend" di acquisizione terreni ed impianti o nel caso di arresto dell'attività di impianto e quindi di semplice allevamento degli impianti già realizzati o in corso.

Si è in precedenza accennato alla difficoltà di valutare il capitale economico di tali imprese nel periodo iniziale dell'attività in presenza di soprassuoli in fase di impianto o agli inizi della stagione di produttività crescente. In queste condizioni, infatti, il lungo periodo di attesa (dai 20 ai 25 anni) dà luogo ad esigenze gestionali e rischi tecnici ed economici tali da ridurre il numero dei probabili acquirenti alle poche imprese operanti nello stesso settore [2]. Ne discende l'impossibilità pratica di riferimento al mercato e l'adozione di criteri e metodologie particolari. Man mano che il soprassuolo forestale si accresce, in relazione ai minori rischi, alla possibilità di una prima valutazione (con i tagli di sfollo o diradamento) sulle caratteristiche incrementali e tecnologiche del legno, e ad una più attendibile verifica dei costi generali, aumenta il numero dei probabili acquirenti e possono correttamente istituirsi confronti fra il costo storico e quelli di ricostruzione e di mercato.

Nella imminenza della maturità la valutazione è basata esclusivamente sul più probabile valore di mercato (valore di macchiatico) ed il raffronto con il costo storico è reso necessario solo ai fini della determinazione del patrimonio netto.

Una Società per Azioni con fine statutario di impiantare ed utilizzare specie forestali a rapido accrescimento dà inizio in generale alla propria attività con l'acquisizione della base fondiaria da pro-

prietari privati o da Comuni ed altri Enti attraverso contratti di affitto o di partecipazione al prodotto finale a validità ultraventennale. L'investimento per la piantagione e le opere connesse è di solito limitato ad una parte della spesa complessiva (25%) essendo la maggiore percentuale a carico pubblico. Rimangono a totale carico della Società i costi di allevamento della piantagione fino alle prime utilizzazioni a macchiatico positivo, il prezzo d'uso del terreno ed i costi di gestione fino alla fine del ciclo.

Nel bilancio delle Società i costi "diretti" (direttamente imputabili ai singoli cantieri) convergono alle singole commesse poliennali, mentre quelli indiretti vengono "appostati" in un'unica voce patrimoniale data la sostanziale assenza di ricavi [3].

Per quanto riguarda i mezzi finanziari, i costi direttamente imputabili ai vari lotti (costi diretti che beneficiano di incentivi e costi non finanziati come l'affitto, la manutenzione, la direzione e la guardiania) e le spese generali di gestione vengono considerati come costi di investimento e sono di solito coperti dal capitale di rischio o in misura totale, identificandosi con esso, o parzialmente e in tal caso la parte residua è costituita da anticipazioni a medio periodo da restituire in occasione dei primi ricavi (sfolli, diradamenti, ecc.) [4].

In tale contesto l'importanza rivestita dalla contabilità analitica risulta evidente se si ha riguardo alla problematica delle lavorazioni poliennali e alla gestione contemporanea di un numero elevato di commesse in assenza di riferimenti certi (ricavi di contratto cui paragonare i relativi costi sostenuti).

Tale tipo di rilevazione, coerente con i principi contabili e con le norme del diritto attivo, impone una periodica verifica per accertare che la somma dei costi diretti con quelli patrimonializzati non risulti superiore al "costo di ricostruzione" o al valore attualizzato dei ricavi attesi a fine ciclo.

Emerge quindi chiaramente la responsabilità che il Consiglio di Amministrazione si assume di fronte agli Azionisti, in sede di redazione del bilancio annuale, con la formulazione del giudizio di stima e quindi l'esigenza di applicare una metodologia che conferisca alla valutazione caratteri di chiarezza, oggettività e cautela.

1.1. *I diversi metodi di stima*

Trattandosi di Società non operanti in Borsa le valutazioni di

rette, ovvero quelle direttamente espresse dal mercato, non sono possibili e deve necessariamente farsi ricorso a metodi indiretti e analitici: finanziario, reddituale, patrimoniale o misti.

1.1.1. Il metodo finanziario

La formulazione analitica è:

$$W_f = F_1 \cdot v + F_2 \cdot v^2 + F_3 \cdot v^3 + \dots F_n \cdot v^n$$

dove

$$F_1, F_2, F_3, \dots F_n$$

sono i "flussi in cassa disponibili" all'anno 1, 2, 3 ... n
e

$$v, v^2, v^3, \dots v^n$$

i coefficienti di attualizzazione in base al tasso "i".

Rispetto alla formula che definisce il valore di un'azienda al tempo "t":

$$W_o = P_n \cdot v^n + \sum_t^n ds \cdot v^s$$

dove

P_n è il più probabile valore di mercato dell'Azienda al tempo futuro "tⁿ";

v^n esprime il coefficiente di attualizzazione $1/(1+i)^n$ dove i = saggio di interesse;

ds è il dividendo pagato dall'Azienda nell'anno "s" (per s variabile da 1 a n);

si differenzia soltanto perché al prezzo di realizzo dell'Azienda dopo "n" si sostituisce il valore di liquidazione dei beni aziendali allo n^{mo} anno ed ai dividendi corrisposti (ds) si sostituiscono i "flussi disponibili".

Pur essendo considerato il più razionale, tale metodo lascia un largo margine di soggettività al perito nella valutazione di aziende come quelle forestali in cui il fatturato ed i costi sono distribuiti in un lungo arco di tempo (10-20-30 anni) e quindi dipendono largamente da fattori ed eventi (livello di prezzi, politiche di mercato, progresso tecnologico, ecc.) non prevedibili.

Mentre la determinazione del valore all'anno "n", pure con tutte le riserve relative alla previsione di grandezze future, non presenta difficoltà in vicinanza della fine del turno delle prime commesse, potendosi applicare valori di macchiatico attendibili e disponendo di dati storici sui costi operativi e imposte, sugli ammortamenti, sugli impieghi di circolante, sugli investimenti fissi, sulle variazioni dei fondi di quiescenza del personale e di altri fondi, sui rimborsi ed accensione di mutui e sui prestiti bancari ordinari, nel caso di stima di Azienda nei primi anni di attività, quasi tutti i dati sono frutto di previsioni e di ipotesi scarsamente attendibili.

Manca peraltro anche la possibilità di trasformare le previsioni dal tempo allo spazio ricavando i dati da imprese ordinarie che svolgono tali attività in condizioni analoghe, stante la carenza di tali imprese e l'estrema variabilità delle caratteristiche fisiche e tecnico-economiche dei vari ambienti.

La discrezionalità della valutazione, pur entro margini relativamente ristretti, risulta di conseguenza tanto maggiore quanto più astratto è il modello cui il perito deve fare riferimento.

Anche la scelta del tasso di attualizzazione può risultare soggettiva essendo dipendente da fattori difficilmente quantificabili (rendimento di investimenti ad elevato rischio, rendimento di investimenti simili, costo medio attuale ed atteso di capitali investiti).

1.1.2. Il metodo reddituale

Con tale metodo il valore dell'Azienda è dipendente dalla sua capacità di produrre reddito. Al valore attuale dei "flussi di cassa disponibili" del metodo finanziario, si sostituisce il valore attuale dei risultati economici ossia la misura del reddito atteso ed in particolare del "reddito ordinario" considerando l'impresa a vita illimitata.

L'applicazione del metodo reddituale alle Società forestali operanti su terra altrui, con contratti venticinquennali, sia pure rinnovabili, trova pertanto una prima limitazione nell'alea del rinnovo contrattuale e ciò a prescindere dal carattere di soggettività, comune al metodo finanziario, insita nelle previsioni di ricavi e costi futuri.

Anche con questo metodo tuttavia possono ottenersi risultati di una qualche attendibilità solo in vicinanza dell'utilizzazione dei soprassuoli, mentre permangono i dubbi di discrezionalità nella scelta del saggio di attualizzazione.

Deve considerarsi inoltre che i vincoli contrattuali con i conce-

denti la base fondiaria per quanto riguarda la durata dell'affitto o della compartecipazione, escludendo la possibilità di determinare un reddito annuo costante e "continuativo", conferiscono alla funzione.

$$W = f(R)$$

(in cui W indica il valore dell'azienda e R è il reddito atteso) una struttura particolare.

Si è infatti in presenza di una durata limitata nel tempo dei redditi (due o più cicli) che a loro volta sono condizionati dall'andamento del diagramma annuo di investimenti delle Società.

Si ricorda infatti che al momento della stima la Società è proprietaria di impianti che, nell'ipotesi considerata (inizio dell'attività), si trovano in stazione di incremento, di impianti in corso e di terreni in portafoglio con progetti già approvati, con progetti in corso di approvazione e con progetti in corso di elaborazione.

Anche adottando l'ipotesi semplificativa di una distribuzione lineare degli investimenti, il valore dell'Azienda al momento della stima corrisponderebbe all'accumulazione al momento della stima dei redditi forniti da ogni commessa (cantiere) solo assumendo che questi siano costanti. Tale ipotesi non è sostenibile in questo tipo di imprese che interessano terreni sempre dissimili per caratteristiche fisiche e quindi soprassuoli di specie diverse e assortimenti legnosi variati per quantità e qualità.

L'unica via rimarrebbe l'attualizzazione dei redditi attesi (valori di macchiatico al netto dei costi gestionali) da ogni commessa fissando come numero degli anni (n) quelli intercorrenti dall'inizio dei lavori nei terreni in portafoglio alla relativa utilizzazione finale del legno e considerando il blocco delle acquisizioni di terreni a partire dal momento della stima.

In questo caso peraltro occorre tener conto di una riduzione dei costi di struttura almeno detraendo gli oneri relativi alla promozione dell'attività.

Il problema, sia pure ragionando in termini di prezzi correnti (per costi e ricavi), si riduce quindi alla scelta del saggio di attualizzazione.

L'unico criterio adottabile per le Società forestali risulterebbe quello del "costo opportunità" che consiste nella scelta di un saggio equivalente al rendimento offerto ad un probabile ordinario acquirente da investimenti alternativi a parità di rischio [5].

Riconoscendo all'investimento forestale la capacità di neutralizzare in tutto o in gran parte la svalutazione monetaria, il tasso di rendimento dovrebbe considerarsi al netto di inflazione e cioè come tasso reale.

Il tasso opportunità, in base al quale si ottiene il saggio di interesse, deve in ogni caso far riferimento a redditi al netto di inflazione nello stesso modo in cui il capitale economico dell'impresa (o almeno il prezzo di mercato dei prodotti finali) mostra di sottrarsi all'inflazione [6].

1.1.3. Il metodo patrimoniale

La valutazione patrimoniale, corrispondente ai prezzi che dovrebbero essere pagati al momento della stima per acquisire i singoli elementi che compongono il capitale dell'impresa, pur non potendosi considerare "razionale" risponde a requisiti di obiettività e di facilità di applicazione in caso di stime non ufficiali, ma, come quelle ricorrenti in sede di compilazione del bilancio, a carattere conoscitivo e cautelare.

Con riferimento alle Società forestali tuttavia tale metodo, comprendendo, fra i beni contabilizzati alle immobilizzazioni tecniche, immobilizzi dotati di mercato e immobilizzi che ne sono privi, dà luogo a particolari problematiche.

Come già accennato tali Società nella fase iniziale, operando su terre altrui con contratti che non prevedono indennizzi finali per le "migliorie" sussistenti alla scadenza, danno luogo solo a immobilizzi senza mercato rappresentati dalle giovani piantagioni e relative opere sussidiarie. La loro valutazione può essere quindi effettuata o in base al costo di ricostruzione o in base all'attualizzazione del reddito atteso (valore di macchiatico a fine ciclo al netto dei costi gestionali accumulati allo stesso momento). Ma in quest'ultimo caso sorgerebbero le stesse problematiche dei metodi finanziari e reddituali sulla obiettività di previsione di grandezze future e di applicazione di saggi di attualizzazione.

1.1.4. I metodi misti

Adottano i procedimenti reddituali e patrimoniali unificandone i principi fondamentali.

Fra questi può trovare qualche rara applicazione nella valuta-

zione del capitale economico delle Società forestali, quello del “valore medio” che media il capitale netto rettificato (K) con il valore di capitalizzazione del reddito atteso con la formula della rendita perpetua

$$W = 1/2 (K + R/i)$$

che può anche scriversi:

$$W = K + 1/2 (R/i - K)$$

dove si vede che il capitale netto rettificato K viene maggiorato solo di metà del valore di avviamento (R/i - K).

Ove il valore di avviamento fosse negativo il risultato reddituale risulterebbe inferiore a quello patrimoniale e si sarebbe in presenza di un “avviamento negativo” o “Badwill”.

Conclusioni

La valutazione del capitale economico delle Società forestali in avviamento, dà luogo a problematiche particolari in relazione allo scopo della stima (verifica del capitale economico rispetto al costo degli investimenti iscritti in bilancio), alla previsione di costi e ricavi per un periodo ultradecennale ed alla loro attualizzazione in mancanza di riferimenti nel mercato per boschi in base di impianto ed in carenza di imprese operatrici del settore.

I diversi metodi di valutazione del capitale economico delle Aziende industriali riportati dalla letteratura [1-2-6] ed applicati senza difficoltà nella pratica, sono trasferibili alle Aziende forestali solo adottando ipotesi semplicistiche che ne svuotano di fatto la “razionalità” e ne ampliano i margini di arbitrarità.

Le condizioni soggettive possono riflettere infatti l'interpretazione che ogni perito può dare del diverso atteggiamento dei venditori e dei ‘probabili acquirenti’ in rapporto alla loro forza contrattuale o a particolari vantaggi addizionali [1-2].

Ne consegue l'interesse per studiosi ed operatori della messa a punto di specifiche metodologie che concilino il rigore scientifico con le sempre più pressanti esigenze (molte delle Società forestali fanno parte di Holding soggette a certificazione dei bilanci consolidati) di verificare annualmente con semplicità e chiarezza la validità degli investimenti effettuati dalle S.p.A. forestali in avviamento.

A tale ricerca un valido contributo potrebbero già fornire le So-

cietà a capitale pubblico o misto già operanti da alcuni anni nel particolare comparto (Società dei Gruppi E.N.C.C., FINAM, INSUD) mettendo a disposizione l'esperienza contabile-amministrativa ed i risultati tecnico-economici della gestione boschiva, in qualche caso (Sicilia, Sardegna e Calabria) pervenuta alle prime utilizzazioni (diradamenti in boschi di conifere e ceduazioni in boschi di latifoglie).

La definizione di un unico metodo, da adottare anche nelle stime "ufficiali", potrebbe costituire quindi l'obiettivo di ricerche finalizzate sia a livello di Gruppi finanziari interessati che di Istituti universitari.

BIBLIOGRAFIA

- [1] FERRERO G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*. Giuffrè, Milano, 1966.
- [2] FRATTINI G., *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, Milano, 1983.
- [3] INSUD S.p.A., *Valutazione dei lavori di forestazione* (Studio per uso interno) Roma, 1983.
- [4] MARCANTONIO A., *I legnami. Gestioni forestali e gestioni mercantili*, Giuffrè, Milano, 1939.
- [5] FARINA A., *La valutazione di un soprassuolo non maturo di Pinus radiata in Sardegna*. Tesi di laurea. Facoltà di Agraria. Corso di Scienze Forestali. Firenze, Anno Accademico 1984/85.
- [6] GUATRI L., *La valutazione delle Aziende*, Giuffrè, Milano 1987.