

# LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO D'AZIENDA

## 1. INTRODUZIONE

### *1.1. L'oggetto e gli scopi della valutazione d'azienda*

La tematica della valutazione delle aziende rappresenta una parte importante dell'attività professionale, a causa dei molteplici scopi (di varia natura) che la pongono alla base di numerose operazioni e misurazioni aziendali; in linea generale, le motivazioni che inducono a stimare un complesso aziendale o parte di esso (cosiddetto "ramo") possono essere:

- a) il trasferimento ad altro soggetto, connesso ad operazioni di gestione straordinaria quali la cessione, la fusione, la scissione, il conferimento, ecc., che implica la determinazione di un "prezzo";
- b) la misurazione delle *performance* aziendali, ossia l'accertamento dell'avvenuto raggiungimento (o meno) degli obiettivi strategici in termini di ricchezza creata (o distrutta);
- c) l'individuazione del valore di una partecipazione ai fini della quotazione in borsa o della valutazione in bilancio (si pensi alla "svalutazione durevole").

Sotto l'aspetto del soggetto che richiede la valutazione, esso può essere un organismo pubblico come un tribunale, oppure un privato, il quale sia interessato a conoscere il valore della propria azienda ai fini di una trattativa di cessione o semplicemente per motivi di natura direzionale; il professionista, pertanto, si troverà ad operare o in qualità di consulente tecnico d'ufficio o in qualità di consulente di parte, circostanza che vedremo essere rilevante in termini pratici.

Quanto all'oggetto specifico della stima, si è detto che può trattarsi di un'azienda considerata nella sua interezza, ovvero di una sola parte di essa; si pensi in proposito alle divisioni (per prodotto o area geografica) di una grande impresa che vengono

rese giuridicamente autonome nel contesto di un'operazione di scissione. Nei casi di valutazione di un ramo d'azienda, tuttavia, è fondamentale che la porzione oggetto di stima sia chiaramente individuabile sotto il profilo economico e patrimoniale; in altre parole, è necessario che al ramo sia attribuibile un suo reddito e, nel contempo, sia riconoscibile il capitale che alla creazione di tale reddito ha contribuito. Per fare ciò, in molti casi il perito deve ricorrere ad astrazioni, dato che alcuni elementi del patrimonio dell'intera azienda risultano dedicati alla produzione del reddito afferente a più settori in cui essa può risultare divisibile (o lo è anche formalmente); in questo difficile compito sarà indispensabile il supporto degli organi interni dell'azienda e della documentazione contabile inerente allo specifico oggetto di stima.

Nell'espletamento di incarichi come quelli ipotizzati, di qualunque specie essi siano, il professionista non può prescindere dalla conoscenza del concetto di *capitale economico*, alla cui individuazione si perviene con i procedimenti di stima che si vedranno più avanti.

## **1.2. Il concetto di capitale economico**

Per definire il *capitale economico* è necessario osservare l'azienda, e in particolare il suo patrimonio, nelle diverse fasi che ne possono caratterizzare l'esistenza: dalla nascita al funzionamento, dalla cessione alla liquidazione; in tal modo si potranno individuare le seguenti tre configurazioni di capitale, corrispondenti a tre diverse angolazioni dalle quali si può guardare lo stesso elemento:

a) *capitale di funzionamento* (o di bilancio), connesso alla determinazione del reddito periodico dell'impresa considerata nella sua ordinaria gestione, allo scopo di fornire ai terzi un'adeguata informazione sullo stato dell'azienda;

b) *capitale di liquidazione*, connesso alla cessazione della vita dell'impresa, per la quale non vi sono valori patrimoniali suscettibili di avere un'utilità futura;

c) *capitale economico*, connesso al trasferimento dell'azienda (o di un suo ramo, cioè di una parte autonomamente valutabile) e comprensivo di ogni elemento in grado di contribuire alla futura produzione di reddito, o anche, alla creazione di valore.

Il concetto di capitale economico, si noti, è perfettamente coerente con la natura sistemica dell'azienda: esso, difatti, non è un mero fondo di valori, ossia una sommatoria di elementi eterogenei accomunati dal fatto di avergli attribuito un valore (come nel caso del capitale di funzionamento e di liquidazione), bensì appare come un *complesso economico unitario* il cui valore (in genere) è superiore alla somma delle parti componenti.

Il capitale economico inoltre, poiché richiama la capacità dell'azienda di produrre redditi, può essere dato in via contabile dalla somma dei redditi futuri attualizzati alla data della stima; l'importanza di simili flussi deriva dal fatto che un capitale ha valore se ed in quanto è in grado di produrre redditi, per cui solo nella capacità di utilizzare la ricchezza esistente per generarne di nuova risiede il valore attribuibile ad un dato complesso di beni organizzati. Notiamo, per inciso, che sebbene la configurazione di capitale economico appena esposta sia teoricamente fra le migliori, nella pratica spesso si deve rinunciare ad essa, a causa dei risultati economici non soddisfacenti ottenuti dall'impresa; vedremo come in simili ipotesi si ricorra a metodologie meno apprezzabili sotto l'aspetto teorico, ma sicuramente in grado di far pervenire a risultati accettabili.

La definizione di capitale economico appena fornita consente di comprendere meglio anche i contenuti della "teoria del valore", secondo la quale scopo di un'azienda è di aumentare il suo valore (in particolare nei confronti degli azionisti, o dei portatori del capitale in genere); ebbene, il valore di cui si parla è quello economico, il cui accrescimento corrisponde alla creazione di nuova ricchezza. Per raggiungere questa meta, è necessario per l'impresa conseguire nel tempo una "redditività soddisfacente", cioè in grado non solo di mantenere l'integrità del capitale proprio (in quanto investimento), ma anche di accrescerlo nel tempo, il che equivale ad incrementare l'insieme attualizzato dei risultati futuri, quindi il valore economico.

Si noti, peraltro, che la differenza fra due capitali economici consecutivi consente di individuare la ricchezza effettivamente prodotta dall'azienda, che in

genere differisce anche sensibilmente dalla misura del reddito contabile; detta differenza risiede principalmente nel fatto che il capitale preso a base per la sua determinazione è quello di funzionamento, ossia una mera “somma” e non un insieme di elementi, e nel fatto che il reddito d’esercizio non contempla la dinamica dei beni immateriali, come invece avviene (direttamente o indirettamente) nel capitale economico.

Quanto sin qui affermato, però, non basta a definire univocamente il capitale d’azienda osservato nella fase di trasferimento (ossia si cessione, di fusione, di conferimento o di scissione), dato che la valutazione dell’azienda in simili circostanze è soggetta a diversa interpretazione (e quantificazione) a seconda dei soggetti che la eseguono. Si possono dunque avere tre diverse valutazioni:

*a)* nell’ottica del *venditore*, che tiene conto delle ipotesi (talora solo delle speranze) del soggetto cedente e della sua economia, circostanze di solito evidenziate solo nei piani previsionali (laddove esistano);

*b)* nell’ottica del *compratore*, il quale può essere un acquirente-imprenditore (nel qual caso rileveranno le sinergie e le economie di scala che egli potrà sfruttare), un acquirente-investitore (che vaglierà l’azienda alla stregua di un qualunque altro investimento), oppure un acquirente-speculatore (che sarà interessato, ovviamente, al conseguimento di un *capital gain*);

*c)* nell’ottica del *perito indipendente*, il quale si pone in posizione neutrale rispetto ai contraenti e il cui compito è pertanto quello di stabilire ciò che l’azienda è in relazione agli elementi che la compongono e che l’hanno portata alla condizione in cui viene stimata. È bene sottolineare, tuttavia, che i risultati prodotti dall’azienda, unitamente al suo grado di rischiosità e alla sua capacità di mantenere l’attuale posizione sul mercato, sono il frutto dell’operato del management e sono tutti fattori che incidono in modo sostanziale sul valore economico dell’azienda; pertanto, le assunzioni del perito non potranno che convergere sul valore strategico del venditore: se mai, sarà compito del valutatore evitare che nella stima entrino circostanze ritenute eccessivamente soggettive, come programmi d’azione troppo ambiziosi o troppo

legati a circostanze contingenti; in questo senso il perito, sebbene indipendente e dotato di sguardo critico, non può che avvicinarsi alla prospettiva tipica del cedente.

Fatta questa tripartizione, è bene precisare che nell'ultimo caso si può parlare di capitale economico, per avere il quale devono sussistere due requisiti: uno *oggettivo* (il trasferimento dell'azienda o del ramo d'azienda) e uno *soggettivo* (la stima del perito indipendente); nei primi due casi, invece, quelli cioè di stima del venditore e dell'acquirente, si parla di *capitale strategico* (o anche di *capitale potenziale*), proprio perché viene valutato nel contesto dell'economia dei soggetti coinvolti nella negoziazione; in particolare, per apprezzare la convenienza (in termini economico-finanziari e strategici) ad acquisire o a cedere un'azienda, bisogna individuare, attraverso un giudizio di economicità (o, se si vuole, di creazione di nuovo valore), le *sinergie* che essa genera nel contesto di cui è parte. Dette sinergie possono essere:

- *di mercato*, connesse all'acquisizione o al mantenimento di un vantaggio competitivo;
- *di efficienza operativa*, legate all'interrelazione con altre realtà produttive, siano esse tangibili (*hard*), relative cioè alla condivisione di attività facenti parte della catena del valore, o intangibili (*soft*), riguardanti invece le competenze del personale, gli stili di direzione o la cultura;
- *finanziarie*, correlabili a vantaggi di tipo finanziario quali la maggiore accessibilità al credito o la diminuzione del costo del capitale di credito;
- *fiscali*, riferibili all'ottenimento di risparmi d'imposta (più o meno significativi, conseguenti alla sola effettuazione dello scambio o anche all'interazione fra diverse unità produttive (si pensi al fenomeno dei prezzi interni di trasferimento nei gruppi).

Tornando al concetto di capitale economico, esso dovrebbe rappresentare il complesso aziendale quale insieme di elementi di vario tipo, dagli uomini ai mezzi, dagli investimenti ai finanziamenti; inoltre, dovrebbe tenere conto delle varie condizioni immateriali che definiscono l'identità dell'azienda, in particolare quelle che identificano il concetto di "formula imprenditoriale", espressione che riassume in

sé l'orientamento strategico di fondo (cioè la filosofia di fondo che orienta le decisioni dell'azienda), il posizionamento sul mercato, l'organizzazione (intesa come l'insieme degli uomini operanti nell'impresa), la cultura ed altro ancora.

Va però detto che simili condizioni immateriali non possono dispiegare i loro effetti liberamente, poiché sulla loro interazione e sui risultati che essa produce grava un elemento che conferisce incertezza a tutte le azioni intraprese: il rischio; termine con il quale si suole indicare la possibilità che l'azienda non riesca a conseguire i risultati prefissati e, più in dettaglio, la probabilità di subire un qualche danno causato da imprevedibili (entro certi limiti) circostanze future. Tra i fattori (variamente combinabili fra loro) che influiscono sul livello di rischio tipico di un'azienda si possono citare i seguenti:

- a)* posizionamento strategico dell'impresa: quota di mercato detenuta, dinamica del settore, elementi che ne determinano il grado di attrattività ed ogni altra circostanza che possa incidere sulla possibilità di conseguire un vantaggio competitivo duraturo;
- b)* congiuntura economica: appare importante tenere sotto controllo (per ipotizzare scenari futuri) l'andamento dell'economia generale e di settore in particolare, dato che può influire sui risultati aziendali;
- c)* fase del ciclo di vita del prodotto: determina il livello dei ricavi futuri (e dei correlativi costi) e consente di proiettare i risultati aziendali oltre il breve periodo;
- d)* diversificazione produttiva: la presenza di una molteplicità di prodotti implica sicuramente un buon grado di flessibilità e coordinamento, ma al tempo stesso è uno strumento di frazionamento e dunque di riduzione del rischio d'impresa;
- e)* dimensione dell'azienda: l'ampiezza della struttura d'impresa (nei suoi diversi aspetti, da quello fisico-tecnico a quello finanziario e patrimoniale) incide in modo sostanziale sul grado di elasticità (sia operativa che economica) e dunque anche su quello di rischio;

- f) localizzazione: fa parte delle condizioni ambientali in cui l'azienda si trova ad operare, ma a seconda del tipo di attività esercitata può incidere talora pesantemente sulla redditività complessiva;
- g) organizzazione: la struttura organizzativa prescelta (o, in certi casi, imposta dalle circostanze), i meccanismi operativi utilizzati (come il sistema informativo e il controllo di gestione) e lo stile di direzione adottato possono influenzare anche notevolmente la conduzione di un'azienda, esaltandone i punti di forza o, nei casi peggiori, vanificandone le iniziative (pur valide in astratto);
- h) presenza di sistemi di controllo della gestione: trattandosi di mezzi atti a ridurre la rischiosità dell'azienda (sia in termini di capacità predittiva che di meccanismi di verifica e correzione), influiscono sicuramente sulla stabilità dei redditi, consentendo all'impresa di rispondere con maggiore tempestività agli stimoli dell'ambiente esterno (e permettendo anche al perito di accrescere la sua visibilità sui risultati futuri);
- i) clima aziendale: può condizionare la capacità di reddito dell'azienda, sebbene sia difficile, soprattutto dall'esterno, determinare il grado di conflittualità presente in azienda e i suoi riflessi sui risultati.

Da ultimo, va sottolineato che il valore del capitale economico, così com'è stato appena definito, solo casualmente (come nel caso dei conferimenti ex art. 2423 cod. civ.) coincide con il prezzo di trasferimento pattuito tra le parti; e questo a causa di talune "condizioni soggettive di negoziazione", fra cui rilevano:

- le *asimmetrie informative* tra cedente e cessionario, che inducono le parti a differenti valutazioni strategiche;
- la *divergenza di posizioni* fra cedente e cessionario in relazione al ruolo che l'azienda ha (o può avere) nel contesto dell'economia dei due soggetti citati;
- gli *interessi personali* (economici e no) dei soggetti interessati alla negoziazione (ad esempio bisogni di status), che possono indurre a trattare prezzi anche assai distanti dal valore economico;

- la *forza contrattuale* delle parti, che incide sul comportamento e sulle scelte dei contraenti.

## **2. LE CARATTERISTICHE DI UNA VALUTAZIONE D'AZIENDA**

### **2.1. *I requisiti tipici di una stima***

In merito ai criteri che devono presiedere all'effettuazione di una valutazione di un complesso aziendale o di un suo ramo, si individuano tre requisiti che caratterizzano una stima indipendente (la sola che consentirà di parlare di capitale economico):

- *razionalità*, cioè validità concettuale e consistenza teorica (si collega ai principi dell'economia aziendale ed ai principi contabili);

- *obiettività*, cioè applicabilità e possibilità di basarsi su dati certi (come il bilancio e talora il budget, analizzati comunque con le cautele del caso); si parla in proposito anche di *dimostrabilità*, a sottolineare la necessità di fondarsi su ipotesi realistiche e conformi alla realtà esaminata;

- *generalità* (o neutralità, o equità), cioè la capacità di prescindere dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione e dalle circostanze contingenti che influiscono particolarmente sui risultati dell'impresa.

In assenza di uno o più dei requisiti elencati, ci si allontanerà dal valore economico e si andrà verso la determinazione di un valore potenziale, tipico delle stime di parte; il che implica, in sede di accettazione di simili incarichi, la previa ponderazione degli scopi per i quali la valutazione viene eseguita e conseguentemente la posizione stessa del valutatore rispetto all'oggetto del suo incarico. Qualora egli dovesse redigere una perizia di parte, infatti, potrà entrare nel merito delle strategie del proprio committente e valutare l'azienda in modo conforme; si potrà così avere una stima mirata a determinare un valore minimo di cessione o uno massimo di acquisto (che nell'ambito di una trattativa di compravendita serve a ciascuna delle

parti a delineare il margine di manovra sul prezzo di scambio), ovvero un valore adatto alla misurazione delle *performance* nel contesto del controllo direzionale (e in quanto tale dotato di elevata soggettività, anche se nei confronti temporali, ad esempio, è importante che non vengano modificate, da un periodo all'altro, le impostazioni di base).

## **2.2. *Lo schema-tipo di una perizia valutativa***

Per comprendere meglio quale sia la sequenza logica da seguire nello svolgimento di un incarico peritale, risulta utile commentare l'indice di una stima d'azienda svolta ad esempio per il tribunale.

- A) *Oggetto dell'incarico*: si specifica il committente, la scadenza e i contorni del lavoro che ci si accinge a svolgere, se occorre anche riportando copia della lettera, dell'ordinanza o della sentenza di assegnazione; sarà da questa parte illustrativa che si capirà se trattasi di una stima di parte oppure no;
- B) *Documentazione esaminata*: si elenca la documentazione analizzata, sia di tipo formale (come bilanci, budget, contabilità, ecc.) che informale (documenti extracontabili, corrispondenza interna, e così via), allo scopo di dare contezza della provenienza dei dati utilizzati; in questo modo, chiunque può verificare i criteri seguiti dal perito e la conformità del suo operato alle fonti documentali possedute;
- C) *Cenni sulla storia del complesso aziendale*: è una parte prettamente descrittiva, la cui funzione è però assai rilevante, dato che consiste nel delineare l'ambiente nel quale l'azienda (o il ramo) opera, così da evidenziare gli eventuali presupposti alla base di specifiche scelte inerenti ai criteri di stima adottati; in siffatto contesto, risulta spesso utile corredare la descrizione con un'analisi di bilancio (per indici e, se possibile, anche per flussi) riguardante il complesso sottoposto a valutazione: ciò contribuirà a dare maggiore consistenza alle ipotesi che si faranno in termini di prospettive future (e dunque di risultati attesi);

- D) Note metodologiche:* è una parte che può avere ampiezza variabile a seconda della complessità dell'elaborato, nonché dei destinatari di esso; in ogni caso, deve contenere gli elementi necessari al perito per dimostrare la coerenza dei criteri utilizzati al caso esaminato: tutto ciò che eccede spesso appare come un inutile appesantimento del lavoro, a meno che non sia utile al lettore per la migliore comprensione della relazione peritale. In genere, questa parte è dedicata all'illustrazione in chiave comparativa dei metodi esistenti nella dottrina e nella pratica, allo scopo di chiarire i motivi che, nella fattispecie, hanno condotto a scegliere un metodo anziché un altro; ecco perché, laddove l'esposizione risulti superflua rispetto al seguito della relazione, può essere opportuno ometterla;
- E) Metodologia adottata:* in questa parte, che può al limite inglobare la precedente, si espone il criterio utilizzato nel caso di specie; nel farlo, è bene chiarire non solo i motivi che hanno condotto il perito a scegliere un dato metodo, ma anche quelli che lo hanno portato a scartare gli altri. Queste esplicazioni possono risultare cruciali, soprattutto nei casi in cui (e nelle consulenze d'ufficio è cosa frequente) la perizia venga visionata e sottoposta a critica da altri soggetti;
- F) La valutazione dell'azienda (o ramo) XXX:* viene in questa sede esposto il procedimento adottato per giungere alla determinazione del capitale economico, applicando le formule prescelte al caso concreto; è qui che il perito deve giustificare i parametri utilizzati, dicendo perché ha modificato un dato contabile, o perché ha sottoposto a rettifiche taluni elementi patrimoniali, o ancora perché ha accettato in tutto o in parte i valori di budget, e via dicendo. Ciò che importa è far comprendere che ogni decisione è stata conforme alla natura dell'incarico e alla posizione del perito rispetto alle parti; nelle perizie di conferimento, ad esempio, si prediligono valori determinati con criteri prudenziali, dati proprio i fini della stima; nelle perizie di parte, al contrario, si possono utilizzare criteri assai meno prudenziali, purché non si perdano di vista gli obiettivi dell'incarico.

In conclusione, va ribadita l'importanza di quanto dichiarato nell'elaborato non solo per una migliore informazione da fornire ai terzi interessati, ma anche per la tutela del

perito stesso il quale, in caso di omissioni, scorrettezze metodologiche, errori evidenti e altro ancora, potrebbe doversi difendere dalle contestazioni (espresse anche per vie legali, a seconda dei casi) delle controparti, della giurisdizione o di altri ancora.

In merito ai metodi (che verranno illustrati nei paragrafi successivi) adottati per determinare la misura del capitale economico, di seguito simboleggiato dalla lettera **W**, si possono distinguere due grandi categorie:

- *metodi diretti*, che si basano su valori espressi dal mercato;
- *metodi indiretti*, che si fondano su elementi più specifici e tipici della realtà considerata, come il reddito, il patrimonio, i dividendi, ecc.

### **3. I METODI DIRETTI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO**

Di questo tipo di metodologie si possono distinguere due tipi fondamentali: quelli che si rifanno ai prezzi di borsa del titolo dell'azienda esaminata (se esistenti) o di titoli di aziende similari; oppure quelli basati su indicatori empirici, con i quali si combinano i prezzi di mercato (o di un campione significativo di imprese) con alcuni indicatori specifici. Questi ultimi metodi, in particolare, si servono di formule in cui viene moltiplicato il rapporto tra valore di mercato e indicatore medio di mercato per il medesimo indicatore, ma riferito specificamente all'azienda; come indicatori specifici si può utilizzare il fatturato, il reddito, il cash-flow, l'EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*), l'EBITDA (*Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) ed altri ancora.

Sotto l'aspetto più operativo, si potranno avere due diversi tipi di formule, a seconda che si segua un criterio che considera il solo capitale economico (*equity approach to valuation*) o anche l'indebitamento (*entity approach to valuation*); nel primo caso si avrà una formula del genere:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_t = \left(\frac{P}{k}\right)_s \Rightarrow W = \left(\frac{P}{k}\right)_s \times k_t$$

dove  $(P/k)_s$  è il rapporto fra prezzo e indicatore medio di mercato, tratto dai valori di borsa o da un campione di aziende similari e  $k_t$  è l'indicatore riferito all'impresa specifica.

Col secondo criterio, invece, si utilizzerà una formula del tipo:

$$\left(\frac{W+D}{k}\right)_t = \left(\frac{P+D}{k}\right)_s \Rightarrow W = \left(\frac{P+D}{k}\right)_s \times k_t - D_t$$

dove  $[(P+D)/k]_s$  è il rapporto fra prezzo e indicatore medio di mercato, tratto dai valori di borsa o da un campione di aziende similari e  $k_t$  è l'indicatore riferito all'impresa specifica.

I metodi diretti, a ben vedere, si presentano comunque carenti sotto diversi profili:

- i valori di borsa (se esistono) sono rappresentativi di titoli minoritari, mentre nelle valutazioni si prendono in esame di solito quote di controllo (talora aggiungendovi persino un premio di maggioranza);
- i valori di borsa non sono espressivi del valore economico delle aziende rappresentate e subiscono, peraltro, oscillazioni imponderabili e ingiustificate sotto il profilo economico;
- è difficile stabilire l'arco temporale di riferimento per l'individuazione del prezzo negoziato;
- in assenza di valori di borsa (normale in Italia, dove il numero di aziende quotate è risibile), appare assai difficile reperire aziende che siano simili a quella da stimare, sia quantitativamente (fatturato, redditività, capitale investito) che qualitativamente (struttura, processi produttivi, personale); al massimo vi potrà essere una qualche analogia limitatamente a qualcuno dei parametri citati, ma difficilmente si potrà avere una somiglianza completa.

## 4. I METODI INDIRETTI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO

### 4.1. Premessa

I metodi indiretti, a differenza dei precedenti, tengono in maggiore conto gli elementi caratteristici della gestione dell'impresa e che ne evidenziano il valore; tali metodi possono basarsi sia su *grandezze flusso* (redditi o flussi finanziari), sia su *grandezze stock* (i beni patrimoniali). I primi si suddividono in metodi fondamentali teorici e metodi fondamentali semplificati, a loro volta ripartibili in metodi finanziari e reddituali; i secondi sono invece i metodi patrimoniali.

I *metodi fondamentali teorici* presentano la medesima formula, in cui l'unica variante è data dalla grandezza oggetto di attualizzazione, che può essere il reddito, il flusso di cassa o il dividendo; detta formula può esprimersi come segue:

$$W = \sum k_n v_n + P_n v_n \Rightarrow k_1 v_1 + k_2 v_2 + k_3 v_3 + \dots + k_{n-1} v_{n-1} + P_n v_n$$

dove:

$k$  è il reddito, il flusso di cassa o il dividendo;

$v$  è il coefficiente di attualizzazione, dato da  $1/(1+i)^n$ ;

$P_n$  è il valore di realizzo dell'azienda al tempo  $n$ .

La formula esposta conduce, utilizzando i tre diversi parametri, allo stesso risultato, purché il valore finale sia decurtato, nel caso dell'attualizzazione dei redditi, delle quote di utili non distribuiti e confluiti a riserva (che si ritrovano, pertanto, nel valore capitale dell'azienda); si noti, peraltro, che detta coincidenza si realizza solo prescindendo dall'applicazione di coefficienti di attualizzazione che, per forza di cose, renderebbero i valori finali diversi in quanto diversamente distribuiti nel tempo.

### 4.2. I metodi finanziari semplificati

la formula teorica fondamentale basata sull'attualizzazione dei flussi finanziari rispetta pienamente il requisito della razionalità (considerando l'azienda al pari di ogni altro investimento produttivo di flussi di cassa), ma si mostra assai carente sotto

il profilo dell'obiettività, a causa delle incertezze (di varia origine) che caratterizzano la determinazione dei flussi finanziari futuri (di cassa o di dividendi) e dello stesso valore finale dell'azienda.

Un rimedio a simili difficoltà consiste nel semplificare alcuni dati dell'algoritmo, anzitutto riducendo il periodo di osservazione futuro, poi utilizzando, al posto di singoli flussi puntuali, un unico valore medio atteso; qualora poi si ipotizzi una durata illimitata di tale flusso, il valore di realizzo finale sarà nullo. Le formule da applicare, in mancanza di flussi puntuali, saranno quelle dell'attualizzazione di una rendita perpetua o di una rendita limitata ad un certo numero di anni.

I flussi da inserire nel calcolo potranno essere di due tipi:

a) *flussi monetari complessivi disponibili* (detti anche *levered*), quelli cioè erogabili all'investitore senza turbare l'equilibrio finanziario dell'impresa;

b) *flussi monetari parziali* (detti anche *unlevered*), che non considerano le entrate e le uscite monetarie scaturenti dalla gestione finanziaria, la quale viene ritenuta inquinante dei risultati ottenuti; in questo caso, però, al valore complessivo determinato va sottratto quello dei debiti finanziari, i cui effetti in termini di flussi non sono stati presi in considerazione.

L'espressione più tipica dei flussi *levered* è il flusso complessivo disponibile, che si calcola come segue:

$$\begin{array}{r}
 \text{VALORE DELLA PRODUZIONE TIPICA (RICAVI + } \Delta \text{MAGAZZINO)} \\
 \text{MENO: COSTI OPERATIVI MONETARI (ESCLUSI AMM.TI E ACC.TI)} \\
 \hline
 = \text{MARGINE OPERATIVO LORDO} \\
 \text{MENO: IMPOSTE SUL REDDITO} \\
 \hline
 = \text{MARGINE OPERATIVO NETTO D'IMPOSTA} \\
 \pm \Delta \text{CAPITALE CIRCOLANTE NETTO (MAGAZZINO + CREDITI - DEBITI)} \\
 \hline
 = \text{FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE CORRENTE} \\
 \pm \Delta \text{INVESTIMENTI IN CAPITALE FISSO} \\
 \hline
 = \text{FLUSSO MONETARIO DELLA GESTIONE OPERATIVA} \\
 \pm \Delta \text{DEBITI/CREDITI FINANZIARI (COMPRESI I CONNESSI ONERI E PROVENTI)} \\
 \hline
 = \text{FLUSSO MONETARIO COMPLESSIVO DISPONIBILE}
 \end{array}$$

Allo stesso risultato si può pervenire analizzando i movimenti dei conti cassa e banche, dove al saldo finale si sottrae la consistenza iniziale, quindi si somma algebricamente la variazione di capitale sociale e i dividendi; in sostanza:

$$\text{FMCD} = \Delta \text{LIQUIDITÀ} + \Delta \text{CAPITALE SOCIALE} + \text{DIVIDENDI}$$

Ancora, al medesimo valore si giunge sommando algebricamente il flusso di cassa della gestione operativa (riscossione di ricavi e di crediti di funzionamento meno i pagamenti per acquisto di fattori produttivi ed estinzione di debiti di funzionamento) e quello della gestione finanziaria (accensione di debiti di finanziamento e riscossione di interessi attivi meno il rimborso di debiti di finanziamento e il pagamento di interessi passivi), ricavabili dal bilancio.

Quanto ai flussi *unlevered*, si differenziamo dai precedenti per il fatto che non tengono conto dei flussi monetari afferenti alla gestione finanziaria, e cioè: accensioni e rimborsi di debiti e crediti finanziari, pagamento di oneri finanziari, riscossione di proventi finanziari, imposte (in più o in meno) relative alla gestione finanziaria.

Un altro modo per calcolare questi flussi è rappresentato dalla formula che segue, in cui si utilizza un coefficiente di crescita da applicare a valori presenti:

$$Fl_t = V_{t-1}(1 + g_t)(P_t)(1 - T_t) - (V_t - V_{t-1})(w_t - f_t)$$

$Fl_t$  = flusso *unlevered* dell'anno t

$V_{t-1}$  = vendite dell'anno t-1

$g_t$  = tasso di crescita annuo delle vendite

$P_t$  = margine operativo lordo sulle vendite

$T_t$  = aliquota fiscale

$w_t$  = capitale circolare addizionale rapportato alle vendite

$f_t$  = capitale fisso addizionale rapportato alle vendite.

### 4.3. *I metodi reddituali semplificati*

In presenza di flussi di reddito, la semplificazione rispetto alla formula fondamentale teorica sta nel fatto che non si considerano i redditi puntuali relativi agli esercizi futuri, ma si calcola, anche qui, un flusso (stavolta reddituale) medio previsto; in questo modo, il valore economico coinciderà con quello di una rendita finanziaria, limitata o perpetua a seconda che si ipotizzi una durata limitata o illimitata dell'azienda e delle condizioni economiche ipotizzate per il futuro.

Per procedere al calcolo del capitale economico con metodo reddituale, tuttavia, bisogna verificarne preliminarmente l'effettiva utilizzabilità, scegliere la configurazione di reddito ritenuta più idonea, stabilire la metodologia per il calcolo del parametro reddituale.

1) L'*utilizzabilità* del metodo reddituale deve essere vagliata:

- in relazione alla congruità dei redditi, verificando cioè se l'impresa sia in stato di equilibrio economico (conseguendo quindi redditi soddisfacenti) oppure no, o se sia in perdita: ciò in quanto il valore del capitale economico non può scendere al di sotto del valore di liquidazione a stralcio del patrimonio aziendale;
- in relazione alla loro indipendenza, accertando se e in quale misura siano influenzati da elementi tipici del settore (ad es. produzioni stagionali), da vincoli legislativi (che possono concretarsi ad es. in prezzi imposti) o anche da circostanze scaturenti dal perseguimento di logiche di gruppo (si pensi all'economicità in funzione del gruppo);
- in relazione alla loro distribuzione nel tempo, stabilendo se la loro entità individui una tendenza precisa (da verificare statisticamente con un indice di correlazione), oppure evidenzino un andamento tale da rendere inaffidabile la media che con essi si vuole comporre.

2) La *configurazione di reddito* da utilizzare va scelta fra il reddito netto e il reddito operativo (sempre al netto d'imposta); in questo secondo caso, però, dal valore del capitale economico dovranno sottrarsi i debiti finanziari, quelli cioè che originano

interessi passivi. Qualunque sia la configurazione prescelta, bisogna in ogni caso sottoporre il reddito ad una rielaborazione che appare utile già nella fase descritta *sub 1): la normalizzazione.*

“Normalizzare” il reddito significa depurarlo da tutti quei componenti estranei alla “normale conduzione dell’azienda”, quella cioè relativa all’attività di acquisizione dei fattori produttivi, attivazione del processo di trasformazione e vendita dei prodotti realizzati. I componenti di reddito interessati da quest’operazione sono:

- quelli straordinari (plusvalenze e minusvalenze rilevanti, sopravvenienze);
- quelli attinenti alla gestione di capitali accessori (come titoli e immobili non strumentali) o comunque non riconducibili all’attività caratteristica (si pensi alle erogazioni di utili esposte sotto forma di compensi ai soci per prestazioni professionali);
- quelli derivanti dall’applicazione di norme fiscali non accettabili sotto un profilo squisitamente economico (ammortamenti anticipati, rateizzazione delle imposte su plusvalenze e sopravvenienze, ed altri ancora);
- quelli derivanti da politiche di bilancio, dall’applicazione in seno al gruppo di prezzi di trasferimento, da errori di valutazione compiuti dai redattori del rendiconto annuale o dal mancato computo di elementi figurativi (ad es., gli ammortamenti dei beni immateriali non contabilizzati).

Lo schema in base al quale si procede alla normalizzazione è il seguente:

REDDITO NETTO DA CONTO ECONOMICO
+ IMPOSTE SUL REDDITO
± COMPONENTI STRAORDINARI (+ ONERI – PROVENTI)
± COMPONENTI EXTRA-CARATTERISTICI (CONNESSI AD INVESTIMENTI ACCESSORI)
± COMPONENTI DI ORIGINE FISCALE
± ALTRI COMPONENTI (POLITICHE DI BILANCIO, ERRORI, ELEMENTI FIGURATIVI, ECC.)
<hr/>
= REDDITO LORDO NORMALIZZATO
MENO: IMPOSTE SUL REDDITO RICALCOLATE
<hr/>
= <b>REDDITO NETTO NORMALIZZATO</b>

In merito alle imposte sul reddito, possono essere ricalcolate in base all'aliquota media relativa al periodo considerato per la normalizzazione (di solito 3 o 5 esercizi), oppure secondo le aliquote allora vigenti ma applicate al reddito lordo normalizzato, quindi esente da tutti gli inquinamenti di origine fiscale.

3) Il *parametro reddituale* si sostanzia in un valore medio previsto per il futuro, cioè il *reddito medio prospettico* (o *atteso*), al quale si può pervenire attraverso l'adozione di una delle seguenti metodologie;

a) *metodo dei risultati storici*: si normalizzano i redditi degli ultimi 3-5 esercizi passati, si moltiplicano per il coefficiente di rivalutazione per l'inflazione e si compone la media; si presume in questo caso che le condizioni passate permangano per il futuro;

b) *metodo dell'extrapolazione dei risultati storici*: si può agire in due modi: o si calcola la retta di regressione che interpola i redditi passati, o si ricalcolano i redditi futuri applicando a prescelti valori storici dei definiti (e anche diversi, se del caso) tassi di crescita annuali; qualora si proceda col primo criterio, si deve anzitutto calcolare l'indice di correlazione (o indice di Bravais), che consente di stabilire l'affidabilità statistica dei dati di base, in mancanza della quale è inutile procedere all'extrapolazione;

Per verificare l'affidabilità dei dati, come detto, bisogna calcolare l'*indice di Bravais* ( $r^2$ ), dato dalla formula:

$$r = \frac{\sum (x - \bar{x})(y - \bar{y})}{\sqrt{\sum (y - \bar{y})^2} \times \sqrt{\sum (x - \bar{x})^2}}$$

dove:

y è il fenomeno considerato;

x è il tempo;

$\bar{y}$  è la media delle y;

$\bar{x}$  è la media delle x;

$y - \bar{y}$  sono gli scarti di y dalla media;

$x - \bar{x}$  sono gli scarti di x dalla media;

Se  $r^2 > 0,5$  i dati sono affidabili per rappresentare la tendenza del fenomeno.

Una volta verificata l'affidabilità dei dati si può procedere al calcolo della retta interpolatrice, che presenta l'equazione

$$Y = a + bx, \quad \text{dove:}$$

$a$  = media delle  $y$  (cioè dei redditi storici) meno  $b$  che moltiplica la media delle  $x$ ;

$b$  = rapporto fra la sommatoria degli scarti di  $x$  per quelli di  $y$  e la sommatoria degli scarti di  $x$  al quadrato;

*c) metodo dei risultati programmati* (o del budget): si prendono in esame i redditi futuri risultanti dal budget, che peraltro sono di solito valori già normalizzati e deflazionati; l'unico rischio (implicito nella natura del budget) è che si tratti di risultati non realistici o non attendibili, posta la forte soggettività che li caratterizza e visti, in certi casi, gli intenti motivazionali che li ispirano.

*d) metodo dell'innovazione*: consiste nel configurare delle condizioni reddituali completamente nuove rispetto alla situazione oggetto d'analisi, prevedendo diversi andamenti del mercato, degli investimenti, dei costi, ecc.; una variante di questo metodo, da applicarsi in aziende i cui risultati appaiono chiaramente influenzati da circostanze esterne ed esogene per l'impresa (come le società che operano in disequilibrio ma in funzione del gruppo, oppure imprese che sono costrette a perseguire finalità diverse dalla creazione di valore, come talora quelle sottoposte al controllo dello Stato), implica il calcolo di un *reddito virtuale*, ossia quello che l'azienda conseguirebbe in assenza delle condizioni che influiscono negativamente sui suoi risultati.

Va precisato, in merito al metodo da utilizzare, che alcuni dei criteri illustrati possono essere proficuamente combinati; tipico è il caso in cui il reddito medio atteso risulta dalla media di due o tre redditi storici (rivalutati in base al tasso d'inflazione) e di altrettanti redditi estrapolati o contenuti nel budget: così facendo si riducono i rischi connessi all'utilizzo di valori futuri che, come tali, risultano in varia misura aleatori.

A conclusione dell'esame dei metodi reddituali, è opportuno soffermarsi brevemente sul confronto con i metodi finanziari, allo scopo di stabilire quali dei due possano ritenersi preferibili nell'ottica del valutatore indipendente. Ebbene, i metodi finanziari appaiono fortemente razionali, in quanto interpretano l'azienda alla stregua di ogni altro investimento produttivo di flussi monetari; di contro, si presentano scarsamente obiettivi, visto che la prevedibilità del dato non può estendersi molto al di là del breve periodo. Inoltre, la dinamica finanziaria, come è noto, solo nel lungo periodo coincide con quella economica, quando cioè tutte le variazioni finanziarie che hanno misurato le variazioni economiche si sono trasformate in entrate o uscite di cassa; nel breve periodo, invece, il calcolo dei flussi di cassa potrebbe essere influenzato in maniera eccessiva dalla dinamica del ciclo finanziario, che è sì importante, ma non può indurre (se non relativamente) ad attribuire ad un'azienda valori troppo dissimili da quelli ottenibili utilizzando flussi di reddito.

I metodi reddituali, dal canto loro, si mostrano forse meno rispondenti al requisito della razionalità, ma sono senz'altro ben più obiettivi e consentono di effettuare previsioni che, nel tempo, hanno minore probabilità di essere smentite dai fatti. Oltre a ciò, tali metodi sono espressivi dell'intera gestione, da quella operativa a quella finanziaria, considerata non per cassa ma per competenza, cosa che conduce di norma a risultati più stabili e attendibili.

Quanto ora affermato non deve indurre a condannare aprioristicamente i metodi finanziari, sebbene non siano i più utilizzati: deve però far riflettere sull'uso di valori che nel tempo potrebbero subire variazioni anche assai sensibili rispetto a quanto previsto; il che si deve tradurre in un'attenta analisi della dinamica passata e dei piani previsionali (laddove esistano) di tipo finanziario, al fine di non pervenire a risultati fuorvianti e, sovente, fonte di gravi errori strategici.

#### **4.4. *Il tasso di attualizzazione***

Nel determinare la misura del capitale economico come somma di flussi attesi (sia di natura finanziaria che reddituale), bisogna tenere conto del fatto che grandezze

di futura manifestazione avranno valore diverso rispetto al presente, a causa del fenomeno inflattivo, del rendimento che una somma di denaro produce nel tempo, nonché del rischio che le suddette grandezze non si manifestino.

Il tasso di attualizzazione è proprio quel parametro che consente di dare evidenza oggi a valori che verranno rilevati in futuro; il coefficiente  $v = 1/(1+i)$  che permette di attualizzare i flussi attesi, allora, sarà tanto minore quanto maggiore è il tasso, ossia il rendimento dell'investimento in generale e il suo rischio specifico in particolare. Il valore del capitale economico, pertanto, diminuirà all'aumentare del rischio d'impresa, elemento che condiziona la misura dei flussi attualizzati la cui somma conduce, per l'appunto, ad individuare detto capitale.

In proposito, va ricordato che deve sussistere piena *coerenza tra flussi e tassi*, ossia i due parametri che compongono la formula della rendita finanziaria (costante o variabile che sia) devono essere tra loro *omogenei*; in pratica, quanto enunciato può essere così riassunto:

- a flussi nominali (comprensivi cioè dell'inflazione) devono corrispondere tassi nominali, quindi inflazionati;
- a flussi reali devono corrispondere tassi reali, cioè depurati dall'inflazione;
- a flussi certi nella manifestazione devono corrispondere tassi privi di rischio;
- a flussi incerti nella manifestazione devono corrispondere tassi comprensivi del rischio.

Un caso tipico in cui la suddetta coerenza non può essere dimenticata è rappresentato dall'attualizzazione di flussi *unlevered* (parziali) o *levered* (totali), ossia escludenti o no la gestione finanziaria, poiché a seconda del flusso individuato, si dovrà utilizzare un diverso tipo di saggio: nel primo caso si ricorrerà ad un parametro che sia indicatore del costo medio ponderato del capitale investito, quindi si farà una media tra costo del capitale proprio e costo medio dell'indebitamento; nel secondo caso si utilizzerà il solo costo del capitale proprio (determinato con uno dei metodi che si vedranno appresso). Ovviamente, le due formule del capitale economico saranno diverse, perché se si attualizzano flussi parziali bisogna, poi,

sottrarre dal risultato l'ammontare dei debiti finanziari attualizzati; in caso contrario, si finirebbe per non contemplare la gestione finanziaria, il che porterebbe a conclusioni non accettabili (a meno che i debiti in discorso non siano pattiziamente esclusi dalla trattativa).

Il tasso di attualizzazione (**i**), come illustrato anche oltre, si compone in generale di tre elementi:

- 1) un compenso per il puro investimento (con o senza inflazione a seconda dei casi), simboleggiato dalla lettera **r**;
- 2) un componente per il rischio da valutare caso per caso, indicato con **s**;
- 3) talora un componente per il lavoro svolto nell'azienda dall'imprenditore, **c**.

Tenendo conto del fatto che la componente sub 3) non viene in genere utilizzata nelle stime indipendenti (se mai, piuttosto, nelle valutazioni di convenienza), complessivamente si avrà:  $i = r + s$ . Entrando più nel dettaglio:

1) Il *compenso per il puro investimento (risk-free rate)* è dato in genere dal rendimento dei titoli di Stato, in quanto ritenuti privi di rischio; nella scelta del tipo di titolo, segnatamente nella sua durata, bisogna tenere conto dell'orizzonte valutativo, in modo da utilizzare un rendimento riferito ad estensioni temporali analoghe a quelle della stima (in caso di utilizzo della formula della rendita perpetua, ad es., si prenderanno i rendimenti dei titoli con la scadenza più remota).

Quanto all'inflazione, essa va sottratta al rendimento appena visto solo se i flussi utilizzati sono anch'essi deflazionati; in caso affermativo, in alternativa alla semplice sottrazione, si può applicare la formula di Fisher, riferita ad un generico tasso **i**:

$$(1 + i_{\text{nominale}}) = (1 + i_{\text{reale}})(1 + i_{\text{inflazione}}) \Rightarrow \frac{(1 + i_{\text{nominale}})}{(1 + i_{\text{inflazione}})} - 1$$

2) Il *compenso per il rischio* può essere determinato in diversi modi, oppure non essere calcolato qualora di esso si tenga conto al momento della determinazione dei flussi da attualizzare.

In proposito, va detto che il rischio dipende sia dalla situazione interna all'impresa, sia dal livello della concorrenza, sia infine da caratteristiche più generali attinenti al settore nel suo complesso; si tratta, in sostanza, di tutte le circostanze che possono causare una diminuzione nella redditività aziendale, ossia rappresentare un fattore di rischio. Si noti, peraltro, che sul giudizio del perito inerente alla redditività futura può incidere il fatto che l'azienda sia dotata sistemi di protezione dai rischi: si va dall'adozione di una strategia alla redazione del budget, dai fondi per rischi e spese future a forme assicurative di vario tipo.

La misura dei flussi, inoltre, dipenderà per un verso dall'incertezza insita nel giudizio del valutatore (il quale, per forza di cose, fornisce delle interpretazioni, come tali soggettive) e per un altro verso dal rischio che grava sui valori, in quanto ne rende più o meno incerta la manifestazione; in genere, questo secondo elemento è quello contenuto nel tasso di attualizzazione.

Una *prima metodologia* per calcolare il tasso di rischio (s) è nota sotto il nome di “procedimento di Stoccarda” e si basa sull'ipotesi che la maggiorazione del tasso per il rischio si ritiene equivalente alla riduzione del flusso da attualizzare; di norma, infatti, del rischio si può tenere conto in tre modi diversi: aumentando il tasso, riducendo il flusso o limitando il periodo di osservazione dei flussi futuri. La formula finale si ottiene sviluppando l'iniziale identità tra un flusso incerto attualizzato ad un tasso comprensivo di rischio e un flusso certo attualizzato ad un tasso privo di rischio; in conclusione si avrà:

$$\frac{F}{r+s} = \frac{F(1-x)}{r} \Rightarrow F*r = F(1-x)(r+s) \Rightarrow r*x = s(1-x) \Rightarrow s = r \frac{x}{1-x}$$

Vale la pena di sottolineare che, affinché il procedimento risulti accettabile, bisognerà diversificare la percentuale di abbattimento a seconda del tipo di impresa considerato; di solito, nella pratica non si oltrepassa il 30% di riduzione del flusso medio atteso. Per determinare la misura di questa percentuale all'interno dell'intervallo di riferimento si procede soggettivamente, ma facendo in ogni caso

riferimento ad elementi che siano indicatori del rischio specifico che grava sull'azienda esaminata; gli indici segnaletici dell'incidenza dei costi fissi (come ad esempio la leva operativa, data dal rapporto fra margine di contribuzione e reddito operativo) possono rappresentare un valido punto di riferimento. Questa metodologia, a ben vedere, si mostra carente sotto diversi aspetti, in particolare nel legare strettamente il tasso di rischio a quello privo di rischio (cosa che conduce, in periodi di bassa inflazione, a determinare saggi di rischio inaccettabili nella pratica); inoltre, l'ipotesi che al massimo livello di rischio corrisponda un abbattimento del reddito del solo 30% non appare coerente con realtà in cui, ad elevati gradi di rischio può corrispondere l'azzeramento dei risultati economici.

Una *seconda metodologia*, di derivazione contabile, consiste nel calcolare il tasso di rischio (s) come prodotto fra la probabilità che l'impresa, facendo parte di un dato settore, subisca perdite e la perdita media del settore ovvero di un campione prescelto qualora si valutino imprese di modeste dimensioni; il tutto può esprimersi con la formula che segue:

$$s = \text{prob}(D) * M(D) \quad \text{dove:}$$

prob (D) = numero della aziende in perdita sul numero complessivo delle aziende del settore (o del campione prescelto);

M(D) = perdite totali de settore o del campione su capitali propri investiti complessivamente nel settore (o del campione) considerato.

Una *terza metodologia*, infine, può essere applicata alle società quotate in borsa o ad aziende che presentino caratteristiche simili ed è noto sotto il nome di *Capital Asset Pricing Model* (CAMP); la sua importanza, come diremo, si è accresciuta nel tempo a causa soprattutto della consistenza teorica, superiore a quella di molti altri criteri proposti. Alla base di tale metodologia sta l'ipotesi che un'impresa è sottoposta a due tipi di rischio: uno *sistematico*, legato all'andamento generale del mercato azionario e non eliminabile, e uno *specifico*, caratteristico di

ciascuna azienda (eliminabile se riferito ad un investitore che possieda numerosi titoli in portafoglio); da questo assunto discende che la componente rischiosa del tasso di attualizzazione si determina come prodotto tra il premio per il rischio, dato dalla differenza dei rendimenti attesi dal mercato azionario (in genere derivati dall'estrapolazione operata su una serie storica) e il tasso privo di rischio, e un coefficiente  $\beta$  (beta), che rappresenta il grado di volatilità dei risultati ottenibili dall'impresa rispetto a quelli dell'intero mercato.

Il coefficiente beta, per la precisione, è dato dal rapporto fra due indicatori di correlazione statistica: la covarianza di un titolo rispetto al mercato e la varianza del mercato medesimo; in altre parole, rappresenta la reattività del titolo alle variazioni generali del mercato.

Si tratta di un metodo poco utilizzabile nella sua versione originale, non tanto per la relativa complessità (comunque esistente) del calcolo dei due parametri, quanto piuttosto perché essi fanno riferimento al solo mercato azionario, che in Italia è piuttosto ristretto e tale da rappresentare sovente un paragone scarsamente attendibile; ciò in quanto dovrebbe applicarsi solo ad aziende analoghe per dimensione e ambito di operatività a quelle i cui titoli sono oggetto di quotazione: pertanto, ogni accostamento ad aziende in tutto o in parte diverse potrebbe portare a conclusioni fuorvianti, o comunque non aderenti alla (supposta) realtà.

Tuttavia, l'assenza di valide metodologie alternative e la validità teorica posta alla base del CAPM ha portato, nel tempo, a prediligere questo metodo rispetto ad altri; ovviamente, per applicarlo è necessario apportarvi alcuni correttivi che tengano conto della specifica realtà esaminata, in genere differente da quanto si possa riscontrare fra le aziende con titoli quotati. In sostanza, quella parte di rischio relativo all'intero mercato viene da molti ritenuta applicabile anche alle altre aziende, mentre è sul calcolo del beta che si possono operare delle personalizzazioni che tengano conto dello specifico settore di appartenenza di ogni azienda; per ottenere simile risultato si può fare riferimento, anziché ai rendimenti azionari, a determinati indici di bilancio (come il ROE o il ROI) o ad altri fattori specifici (l'unica avvertenza

riguarda l'ampiezza della serie storica di dati utilizzati, dato che per la costruzione del beta si necessita di un numero di dati minimo, che potrebbe essere fissato in dieci). Va segnalato, infine, che oggi è possibile trarre da varie fonti (anche statunitensi, quindi basate su mercati molto più ampi di quello italiano) la misura dei beta relativi a specifici settori, il che contribuisce a rendere questo parametro maggiormente aderente alle realtà diverse dalle società quotate.

#### ***4.5. La determinazione del valore finale dell'azienda all'anno n-esimo***

Il valore del capitale economico del capitale determinato sulla base dei flussi (reddituati o finanziari che siano) corrisponde, come accennato, alla somma dei flussi futuri attualizzati alla data della stima; si è anche visto come in questi procedimenti entrino in gioco tre parametri differenti, ciascuno dei quali risente della rischiosità tipica dell'azienda: i flussi prospettici (o una loro media), il tasso di attualizzazione e l'estensione del periodo entro il quale si ipotizza si manifesteranno detti flussi. Se dei primi due si è già parlato in precedenza, resta da affrontare la questione della durata presunta dei flussi prospettici, visto che da essa dipenderà la formula specifica da adottare per il calcolo del valore economico.

Con riferimento ai metodi semplificati (quelli cioè che implicano la fissazione di un flusso medio atteso), l'attualizzazione del flusso medio prospettico per un numero illimitato di anni attraverso la formula della rendita perpetua ( $W = R/i$ ), sebbene si presenti assai agevole, tuttavia sottende l'ipotesi che le condizioni alla base della misura del flusso atteso si mantengano tendenzialmente invariate; simili previsioni, nella realtà, possono talora risultare assai imprudenti, a meno che non si riferiscano ad aziende dotate di stabilità economico-finanziaria tale da far ritenere il parametro da attualizzare alla stregua di un valore minimale, comunque prudenziale. Negli altri casi, è opportuno ricorrere all'attualizzazione del flusso prospettico per un numero definito di anni mediante la formula della rendita limitata; tale soluzione, però, implica in genere il calcolo del valore del complesso aziendale al termine del

periodo di riferimento, valore che potrebbe, nei casi di durate molto limitate, essere piuttosto rilevante. In termini matematici si avrebbe:

$$W = Fl \times a_{n|i} + P_n(1+i)^{-n}$$

dove:

$W$  = valore del capitale economico

$Fl$  = flusso finanziario o reddituale

$a_{n|i}$  = fattore di attualizzazione della rendita limitata

$P_n$  = valore finale dell'azienda al termine del periodo di attualizzazione

Il valore finale in discorso può essere di due tipi, inducendo altrettante vie risolutive in termini pratici:

- 1) Il *valore di liquidazione*, qualora si presuma che non vi siano, allo scadere del periodo di attualizzazione, le condizioni per la prosecuzione dell'attività (talora previste contrattualmente, come nel caso degli esercizi in concessione); questo valore si può determinare applicando al capitale netto esistente le opportune rettifiche in grado di tenere conto di eventuali plus o minusvalenze sorte fra la data della stima e quella di liquidazione: si va dalle variazioni sul valore delle immobilizzazioni e del magazzino fino alle conseguenze delle future politiche dei dividendi.
- 2) Il *valore economico*, laddove non si riscontrino elementi a supporto della probabile cessazione dell'attività e si debba pertanto ipotizzare la prosecuzione della vita dell'azienda ben oltre il periodo di riferimento della stima, che è limitato per effetto delle difficoltà di prevedere i flussi futuri; l'espressione che sintetizza detto valore non è altro che una rendita perpetua che va dall'anno  $n$  all'infinito e che va attualizzata alla data della stima. Ovviamente, se si ipotizzasse per quel periodo un flusso di redditi identico a quello contenuto nella formula della rendita limitata si giungerebbe ad un risultato pari ad una rendita perpetua, il che renderebbe inutile il ricorso alla rendita limitata, adottata proprio per motivi di

prudenza estimativa; per tenere conto di simile circostanza, si può utilizzare un flusso ridotto (per forza di cose grossolanamente) di una percentuale, variabile a seconda del grado di rischio che caratterizza o potrebbe caratterizzare l'impresa esaminata.

Quale che sia la figura di patrimonio finale prescelta, va comunque confrontata con la dimensione che il capitale netto presenta alla data della stima, visto che esso, in quel periodo di durata ipotizzata della rendita, potrebbe non subire modificazioni rilevanti; più in particolare, non è pensabile che quel capitale, dopo il conseguimento di flussi positivi (in caso contrario, peraltro, neanche si utilizzerebbero metodi basati sui flussi), risulti sensibilmente diminuito: anzi, il mantenimento di una misura pari a quella alla data della stima appare tendenzialmente prudentiale, essendo difficile pensare ad una depauperazione patrimoniale contemporanea alla realizzazione di flussi positivi, a meno che ciò non derivi da strategie e politiche finalizzate alla massimizzazione dei risultati di breve periodo.

## **5. I METODI BASATI SUGLI STOCK**

### ***5.1. I metodi patrimoniali***

Quando le metodologie di stima basate sui flussi si mostrano non attendibili o inapplicabili, si ricorre ai metodi patrimoniali i quali, sebbene siano scarsamente rispondenti al requisito della razionalità, sono sicuramente dotati di maggiore obiettività dei precedenti; e questo grazie al fatto che si fondano su una consistente quantità di dati certi, senza però spingersi (se non in alcuni casi che si vedranno) in previsioni sull'andamento futuro della gestione.

I metodi patrimoniali possono essere utilizzati in due versioni:

- 1) metodo patrimoniale semplice;
- 2) metodo patrimoniale complesso.

1) Il **metodo patrimoniale semplice** consiste nel riesprimere a valori correnti (di mercato o di stima) i diversi elementi che costituiscono il capitale di bilancio, valorizzandoli singolarmente; come si vede, si torna al concetto di capitale come somma di elementi (o fondo di valori), poco rispondente all'unitarietà del concetto di capitale economico.

Da un punto di vista operativo, si procede alla revisione di tutte le poste attive e passive del bilancio di funzionamento, che potrà essere quello dell'ultimo esercizio oppure uno infrannuale appositamente redatto; la stima dovrà considerare il valore di presunto realizzo per gli elementi attivi a realizzo diretto, il costo di sostituzione per gli elementi attivi a realizzo indiretto e il valore di presunta estinzione per gli elementi passivi.

Successivamente, si confrontano i valori così ottenuti con quelli di partenza, facendo emergere una serie di plusvalenze o minusvalenze di valutazione; queste, sommate e sottratte al capitale netto di bilancio, daranno luogo al *capitale netto rettificato*, che rappresenta la misura del capitale economico determinata col metodo patrimoniale semplice.

In via generale, si esamineranno le seguenti voci:

- *Immobilizzazioni tecniche materiali*: bisogna valutare il grado di obsolescenza fisica, tecnica ed economica ed eventualmente adeguare il valore contabile sulla scorta delle procedure di ammortamento seguite; la stima avverrà sulla base del costo di sostituzione, oppure del valore di mercato laddove esistente. In presenza di beni in *leasing*, si dovrà confrontare il valore corrente con la somma dei canoni residui attualizzati; per gli edifici civili, infine, si farà riferimento al costo di produzione, al valore di mercato o a quello di capitalizzazione del reddito.

- *Immobilizzazioni tecniche immateriali*: si deve accertare preliminarmente quali di esse abbiano un effettivo contenuto patrimoniale e non si possono comunque computare, con questo metodo, i beni che non siano contenuti nel bilancio dell'impresa analizzata; in presenza poi di beni immateriali particolari si fa riferimento a quanto detto più avanti a proposito del metodo patrimoniale complesso.

- *Partecipazioni*: si può fare riferimento al bilancio consolidato, se esistente, oppure valutare il capitale economico delle aziende partecipate una per una; tuttavia, in presenza di partecipazioni di scarso rilievo, ci si può rifare alle quotazioni ufficiali o, in mancanza, al patrimonio netto delle partecipate o infine al loro valore di carico;
- *Titoli*: si possono utilizzare le quotazioni ufficiali, laddove presenti, ovvero il valore nominale.
- *Magazzino*: per quanto riguarda i prodotti finiti si può assumere il valore di presunto realizzo netto (dato dal prezzo di mercato o dal costo più la remunerazione ritenuta congrua) oppure il costo, se minore; i semilavorati si valutano al costo attuale di produzione, mentre le materie prime al costo di acquisto; i lavori in corso su ordinazione si valorizzano (se possibile) sulla base dello stato di avanzamento raggiunto, tenuto conto di revisioni, contestazione e rischi contrattuali.
- *Crediti*: si valutano in base al presunto realizzo, attualizzando quelli a medio-lungo termine e correggendo quelli che maturano interessi a tassi non in linea con il mercato; la percentuale di abbattimento per svalutazione può determinarsi mediante stima analitica, oppure attraverso tecniche di campionamento (il campione prescelto verrà poi stratificato sotto il profilo delle riscotibilità), o infine mediante estrapolazione delle perdite su crediti rilevate in passato (sempre che i dati siano statisticamente affidabili).
- *Debiti*: si calcola il valore di presunta estinzione, attualizzando gli importi che scadono oltre il breve termine.
- *Fondi per rischi e oneri*: si deve vagliare la congruità degli importi accolti in bilancio, soprattutto in relazione al TFR, in un'ottica prudenziale; si dovrà inoltre osservare il contenuto dei conti d'ordine.
- *Capitali accessori*: si valorizzano come sopra, ma gli importi risultanti vanno scorporati dal valore del capitale economico, salvo pattuizione contraria (nella perizia di stima, in particolare, andranno indicati a parte rispetto al capitale netto rettificato).

Una volta determinate le differenze di valutazione, può essere opportuno calcolare, laddove le plusvalenze siano rilevanti, l'ammontare degli oneri fiscali

potenziali, quelli cioè connessi all'emersione di tali componenti straordinari. Simili oneri, di solito, non si calcolano sulla base di aliquote piene, poiché non tutti i beni rivalutati sono destinati al realizzo e, se lo saranno, ciò avverrà in futuro; inoltre, è possibile che, nel tempo, le aliquote d'imposta subiscano delle variazioni, oppure si possano effettuare delle compensazioni. E' bene notare, però, che nella pratica delle valutazioni del capitale economico con il metodo descritto non sempre gli oneri in discorso vengono calcolati, il che induce a suggerirne, in caso vengano computati, una chiara e separata evidenziazione.

2) Il **metodo patrimoniale complesso** differisce dal precedente per il fatto di considerare, oltre al capitale netto rettificato, anche il valore dei beni immateriali non contabilizzati, detti anche "valori intangibili" (con terminologia anglosassone *intangible assets*); detti valori, in qualche misura, identificano il concetto di avviamento, visto che costituiscono i presupposti che consentono all'impresa di ottenere (o non ottenere) certi risultati. La tematica in discorso appare col passare del tempo assai rilevante, tanto che è opportuno dedicarle un paragrafo a sé stante.

## **5.2. *La valutazione dei beni immateriali***

La valutazione degli elementi immateriali rappresenta forse il momento più difficile per il professionista chiamato a determinare il valore economico di un complesso aziendale; il motivo risiede principalmente nell'elevata soggettività che la stima dei fattori in discorso implica, tale da indurre sovente ad abbandonare ogni tentativo in merito per evitare un uso eccessivo della discrezionalità. Non solo, ma un altro rilevante pericolo sta nella possibilità di valorizzare due o più beni che presentano intersezioni, giungendo in sostanza alla sopravvalutazione (nei casi peggiori la duplicazione) di alcuni valori, con il risultato di alterare per eccesso il risultato finale; ciò che, in generale, contrasta con un uso moderato della discrezionalità e con una condotta valutativa prudente.

La prima difficoltà che si incontra nella stima di un elemento immateriale (sia esso contabilizzato o meno) consiste nella sua precisa individuazione, ossia nella

chiara delimitazione del campo di operatività; varie sono in dottrina le classificazioni dei beni immateriali, dalle quali però si possono enucleare alcune circostanze che conducono all'identificazione di un valore immateriale:

- a) deve essere all'origine di costi ad utilità differita: ciò significa che alla risorsa in questione si possa riconnettere non solo un flusso di investimenti (che ne hanno permesso la creazione e la identificano come un costo), ma anche un flusso di ricavi futuri, conseguibili anche in virtù del suo utilizzo (e che consente di qualificarla come un costo pluriennale);
- b) deve essere cedibile: il bene individuato deve essere trasferibile da un soggetto all'altro (almeno in astratto, dato che talora, come nel caso delle concessioni dello Stato, la cessione del diritto, ancorché perfettamente isolabile, non può realizzarsi), il che implica una sua autonomia rispetto alle altre risorse immateriali e la sua separabilità da quel contesto;
- c) deve essere misurabile: in sostanza, non basta che al bene sia correlata un'utilità differita e che esso sia scorporabile dall'azienda, ma è necessario, affinché l'eventuale transazione abbia un senso, che sia possibile dargli una dimensione monetaria, ovvero un valore di scambio che possa corrispondere, almeno concettualmente, all'utilità che esso potrà cedere ad un processo produttivo.

Altre classificazioni, ad esempio, separano i beni immateriali a seconda che siano legati all'area del marketing o a quella della tecnologia, oppure in relazione al fatto che esprimano il valore di capacità interne all'azienda ovvero traggano origine da relazioni tra l'impresa e il contesto ambientale; quale che sia il criterio identificativo prescelto, resta l'importanza di individuare chiaramente i contorni di una risorsa immateriale da sottoporre a stima, soprattutto se congiuntamente con altre.

I criteri adottabili per la stima dei beni immateriali sono riconducibili in generale a tre diversi approcci metodologici: un primo basato sul costo, un secondo di tipo economico e un terzo che si rifà a variabili di mercato; ciascuno di essi presenta due versioni, che andiamo di seguito ad esporre:

- 1) Se si decide di seguire l'*approccio basato sul costo*, si potrà utilizzare:

- Il *metodo del costo storico residuale*: consiste nel sommare i costi sostenuti nel corso di uno o più esercizi precedenti (di norma i tempi di creazione di una risorsa immateriale sono pluriennali) e che hanno contribuito a creare il bene in esame; tali componenti di reddito possono essere riportati a valori odierni applicandovi i tassi di inflazione via via riscontrati; inoltre, è necessario ipotizzare i tempi di utilizzazione residua, per operare gli eventuali abbattimenti che si rendessero opportuni. Siffatto criterio potrebbe mostrarsi carente nell'ipotesi in cui siano occorsi diversi anni per ottenere il bene e, nel frattempo, siano sensibilmente mutate determinate condizioni di mercato dalle quali dipendeva il livello dei prezzi d'acquisto degli elementi ricompresi nel calcolo del costo complessivo; per limitare simili inconvenienti, è opportuno sottoporre sempre a verifica i dati e i procedimenti utilizzati, compito non sempre agevole e nel quale gioca un ruolo significativo l'esperienza e la sensibilità del valutatore.

- Il *metodo del costo di riproduzione*: si ipotizza l'ammontare di costi necessario per ricostruire oggi il bene soggetto a stima, esprimendo a prezzi odierni il complesso dei fattori produttivi necessari per creare una data risorsa immateriale; si può procedere, come nel caso precedente, per via analitica, oppure per via sintetica utilizzando opportuni coefficienti desunti dalla pratica, da applicare a ben individuate classi di costi annuali (diverse a seconda del tipo di risorsa analizzata). Anche qui, l'importo complessivamente raggiunto va verificato in relazione sia agli elementi con i quali è stato costruito, sia alla residua possibilità di utilizzazione; rispetto al metodo del costo storico, si ha il vantaggio di tenere costanti le condizioni d'ambiente in grado incidere sulla misura dei costi di produzione.

2) Volendo invece optare per l'*approccio economico*, si possono seguire due criteri:

- Il *metodo di attualizzazione dei risultati differenziali*: si applica a quelle risorse che evidenzino chiari legami con i ricavi aziendali, e più precisamente che permettano all'impresa di conseguire vantaggi economici, calcolabili in relazione a condizioni medie di mercato, di settore o relative ad una data cerchia di concorrenti; laddove vengano evidenziati dei vantaggi differenziali (i quali, si noti, devono essere al netto

degli eventuali maggiori costi che sia necessario sostenere per ottenerli), questi verranno attualizzati ad un tasso di remunerazione congrua (ossia comprensivo del compenso per il puro investimento e per il rischio) per un arco di tempo entro il quale si presume che possano durare i suddetti vantaggi.

- Il *metodo del costo della perdita*: si tratta di presumere l'entità della perdita causata dalla mancata disponibilità di una data risorsa immateriale; detta perdita viene stimata in termini di riduzione del margine di contribuzione o di eccessivi costi di struttura causati dalla scomparsa del bene in questione. Nel formulare simili ipotesi, è bene tenere presenti le possibili interazioni tra il fattore immateriale analizzato e gli altri fattori, materiali e no; e questo per evitare di trascurare legami e sinergie che, al venir meno di quel bene, potrebbero causare perdite ben superiori (e dunque un costo della perdita maggiore) rispetto a quelle che emergono ad un'osservazione superficiale.

3) Laddove, infine, si prediligesse l'*approccio di mercato*, si potrebbero utilizzare:

- Il *metodo dei tassi di royalty*: si assegna al bene immateriale un valore pari alla somma delle royalty ottenibili dalla sua cessione in uso a terzi; la royalty (che corrisponde a una sorta di canone di affitto correlato al fatturato o al numero di pezzi venduti) va dedotta da transazioni già avvenute per oggetti simili e deve essere sufficientemente rappresentativa di condizioni medie di mercato. Nell'applicare questo criterio bisogna ponderare con la dovuta prudenza il periodo di tempo nel quale la risorsa immateriale può prestare la propria utilità, dato che ad esso sono legate le royalty conseguibili; in presenza di beni (come potrebbero essere i marchi) soggetti a forti pressioni concorrenziali, infatti, si potrebbe assistere ad una repentina caduta del suo valore in breve volgere di tempo.

- Il *metodo dei moltiplicatori*: con questo criterio il valore del bene oggetto di stima si determina come prodotto fra una grandezza di natura economica o patrimoniale e un coefficiente prestabilito; detto moltiplicatore, sovente, viene ricavato dalla pratica delle transazioni (come può avvenire per le imprese commerciali, in cui il moltiplicando è il fatturato o l'affitto annuo dei locali), oppure da analisi empiriche svolte su campioni sufficientemente attendibili da consentire poi l'applicazione del

coefficiente ad un più ampio universo. Come si intuisce, quest'ultimo procedimento presenta basi concettuali assai poco solide, ma spesso nella pratica valutativa e nelle transazioni riscuotono più successo metodi simili che non altri, basati magari su presupposti ben più razionali ed economicamente fondati; il che dimostra come il mondo degli affari talora prediliga sistemi molto semplici (e anche semplicistici) ma comunemente accettati ad altri maggiormente validi sotto il profilo teorico ma di difficile comprensibilità.

### 5.3. *I metodi misti patrimoniali-reddituali*

Si adottano qualora risultino applicabili all'azienda valutanda sia il metodo reddituale che il metodo patrimoniale semplice, allo scopo di dare maggiore forza ai risultati ottenuti con tali due metodi. Con i metodi misti, in particolare, si giunge a quantificare separatamente il valore dell'avviamento, cioè dell'attitudine dell'azienda a produrre reddito; questo concetto, sotto l'aspetto contabile, si esprime con la differenza tra valore economico determinato come sommatoria di flussi di reddito attualizzati ( $R/i$ ) e patrimonio netto rettificato ( $K'$ ).

La differenza in questione può individuare un avviamento positivo (detto anche *goodwill*) se  $R/i > K'$ , oppure negativo (detto *badwill*) se  $R/i < K'$ ; in questo secondo caso, si noti, la negatività dell'avviamento diminuisce il valore del capitale economico nel suo complesso, il quale tuttavia non può precipitare al di sotto del valore di liquidazione a stralcio.

I metodi misti maggiormente utilizzati sono:

- 1) Il *metodo del valor medio*: consiste nel comporre la media (semplice o ponderata a seconda del peso che si vuole attribuire a ciascuno dei metodi) fra  $R/i$  e  $K'$ ; la formula che ne deriva è la seguente:

$$W = \frac{1}{2} \left( K' + \frac{R}{i} \right)$$

Se questa formula si riscrive come segue:

$$W = K' + \frac{1}{2} \left( \frac{R}{i} - K' \right)$$

ne seguirebbe che il capitale economico è fatto pari alla somma fra patrimonio netto rettificato e la metà di ciò che poc' anzi è stato indicato come avviamento.

2) Il *metodo della stima autonoma dell'avviamento* (o “metodo anglosassone”): con questo metodo si fornisce una misura dell'avviamento (denominato sovrareddito o, se negativo, sottoreddito) separatamente individuata, da sommarsi al patrimonio netto rettificato; detto sovrareddito è dato dalla differenza tra il reddito medio prospettico e il rendimento del capitale netto rettificato calcolato ad un tasso normale rispetto al tipo di azienda considerata. Il sovrareddito, poi, verrà attualizzato per un periodo di tempo pari alla sua durata presunta; la formula che rappresenta quanto detto è la seguente:

$$W = K' + (R - K' \times i) a_{n|i} \Rightarrow \text{oppure} \Rightarrow W = \frac{(R - K' \times i)}{i'} + K'$$

A parte il significato dei simboli che è noto, vale la pena di soffermarsi brevemente sul tasso di rendimento del patrimonio netto rettificato, (i) e il tasso di attualizzazione del sovrareddito (i'), due grandezze sulla cui misura la dottrina è divisa tra il renderle uguali e no. L'ipotesi della difformità dei due tassi, in particolare, si basa sulla considerazione che il primo (i) deve essere comprensivo del rischio specifico dell'impresa esaminata, mentre il secondo (i'), poiché sarebbe funzionale a rappresentare il semplice trascorrere del tempo, dovrebbe contenere una misura del rischio più generale.

Un caso particolare di adozione dei metodi misti è quello della *valutazione delle aziende in disequilibrio*, intese come le aziende non sufficientemente redditizie (rispetto al concetto di equilibrio economico) o quelle in perdita; in questi casi è

anzitutto necessario individuare i motivi della crisi e le sue conseguenze in termini di sopravvivenza dell'impresa.

Si procederà dunque ad un'analisi dei risultati economici, allo scopo di verificarne l'andamento storico, l'entità e i fattori (cioè il contributo delle diverse aree della gestione) che a tali risultati hanno condotto. Successivamente, si cercherà di vedere quali potranno essere gli effetti della crisi in termini economici, finanziari e di durata, in modo da ipotizzare un piano di rientro alla normalità.

I metodi utilizzabili, come detto, sono quelli misti, dai quali emergerà un *badwill*, purché il valore complessivo non scenda al di sotto di quello di liquidazione; in alternativa a questi metodi, si può applicare al patrimonio netto rettificato un valore correttivo negativo, pari alla somma dei costi necessari a risanare l'impresa, oppure procedere alla cosiddetta "rivalutazione controllata" dei cespiti (in questo ultimo caso si reputa inutile aumentare eccessivamente i cespiti e poi applicare un *badwill*, sicché si preferisce limitare detta rivalutazione).

## **BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE**

BENNET STEWART III G., *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 1998

BREALEY R., MYERS S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill, Milano, 1993

CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda*, Giuffré, Milano, 1993

COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., *Il valore dell'impresa*, Sole 24ore Libri; Milano, 1991

D'AMICO E., *La valutazione delle banche*, Giappichelli, Torino, 1995

GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998

IDEM, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1996

IDEM, *Valore e «intangibles» nella misura della performance aziendale*, Egea, Milano, 1997

MASSARI M., *Finanza aziendale. Valutazione*, McGraw-Hill Libri Italia, 1998

POLI A., *Il costo del capitale*, Etaslibri, Milano, 1997

VAN HORNE J., *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna, 1984

ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1995

ZANDA G. (a cura di), *Casi ed applicazioni di valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1996

## INDICE GENERALE

1. INTRODUZIONE.....	PAG. 1
1.1. <i>L'oggetto e gli scopi della valutazione d'azienda.....</i>	PAG. 1
1.2. <i>Il concetto di capitale economico.....</i>	PAG. 2
2. LE CARATTERISTICHE DI UNA VALUTAZIONE D'AZIENDA.....	PAG. 8
2.1. <i>I requisiti tipici di una stima.....</i>	PAG. 8
2.2. <i>Lo schema-tipo di una perizia valutativa.....</i>	PAG. 9
3. I METODI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO.....	PAG. 11
4. I METODI INDIRETTI DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO.....	PAG. 13
4.1. <i>Premessa.....</i>	PAG. 13
4.2. <i>I metodi finanziari semplificati.....</i>	PAG. 13
4.3. <i>I metodi reddituali semplificati.....</i>	PAG. 16
4.4. <i>Il tasso di attualizzazione.....</i>	PAG. 20
4.5. <i>La determinazione del valore finale dell'azienda all'anno n-esimo....</i>	PAG. 26
5. I METODI BASATI SUGLI STOCK.....	PAG. 28
5.1. <i>I metodi patrimoniali.....</i>	PAG. 28
5.2. <i>La valutazione dei beni immateriali.....</i>	PAG. 31
5.3. <i>I metodi misti patrimoniali-reddituali.....</i>	PAG. 35
BIBLIOGRAFIA ESSENZIALE.....	PAG. 37