

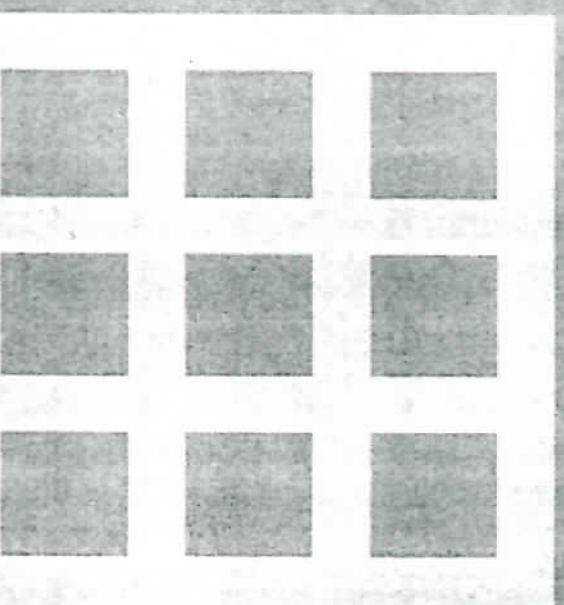
Mario Cattaneo

Principi di valutazione del capitale d'impresa

Cattaneo

Principi di valutazione del capitale d'impresa

Economia e gestione dell'impresa



Lire 18.000 (I)

Cover design Mikael Sui & C.

Società editrice Il Mulino



il Mulino

Economia e gestione dell'impresa

Metodi diretti di valutazione del capitale d'impresa

1. I metodi finanziari

1.1. Premessa

In questo capitolo sono esposti gli aspetti di fondo dei principali metodi di valutazione *diretta* di W iniziando da quelli *finanziari*. Va predominantemente osservato che, nel caso della valutazione di W , il concetto di *metodo finanziario* appare estensibile a tutti i metodi diretti di valutazione, fondati sull'apprezzamento di flussi di risultato derivanti dalla gestione dell'investimento nel capitale dell'impresa: quindi, sia dei flussi di cassa, il cui utilizzo caratterizza i *metodi finanziari* in senso stretto (esaminati in questo paragrafo) sia dei flussi di reddito, il cui impiego dà luogo ai *metodi reddituali* (esaminati, *infra*, nel paragrafo 3 di questo capitolo). La situazione descritta deriva dal fatto che, solo per l'investimento nel capitale di impresa, è universalmente diffusa la prassi di determinare (periodicamente, in modo sistematico, secondo convenzioni contabili note e di larga accettazione) la misura del flusso economico prodotto dalla gestione (in aumento o in diminuzione della ricchezza contabile aziendale iniziale). Ne consegue che, almeno dal punto di vista dell'analisi storica, l'apprezzamento dei flussi economici precede quello dei flussi finanziari, a loro volta calcolati per ricelazione extracontabile dei dati utilizzati per l'espressione dei flussi economici. Quanto all'analisi prospettica, orientata a stimare i flussi futuri, essa è, per definizione, di tipo extracontabile. Di solito, tuttavia, anche la programmazione economica della gestione (attuata mediante sintesi che ne rendono comparabili, in futuro, il contenuto *ex ante* con i risultati *ex post* a mano a mano che si realizzano) precede quella finanziaria, nella quale si cerca la verifica della comparabilità tra il risultato economico

atteso e il mantenimento di un soddisfacente equilibrio finanziario: anche in questo aspetto, dunque, il primo tipo di flussi prospettici di riferimento è espresso dai flussi economici alla cui stima segue, poi, la previsione dei flussi monetari coerenti.

In conclusione: malgrado la priorità storica dell'analisi economica su quella finanziaria, entrambe orientate alla realizzazione di attendibili processi di stima di W svolti sul fondamento diretto dei flussi attesi di risultato, sembra opportuno esaminare i diversi metodi di valutazione, iniziando dai *metodi finanziari* in senso stretto. Questa scelta è coerente con quella fatta nello scrutinio dei criteri generali di valutazione di un qualsiasi investimento pur rilevando che, nel caso della valutazione di W , la connessione con i *metodi reddituali* è frequente e di rilievo.

1.2. Il «Discounted Cash-Flow Method».

Sotto questa denominazione si raggruppano più varianti di un unico modello di valutazione di W , realizzato mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici; tali varianti si differenziano per il diverso tipo di flusso preso in considerazione, in modo particolare per quanto riguarda il fatto di utilizzare flussi *levered* (cioè al netto degli oneri sostenuti dall'impresa per remunerare la sua posizione debitoria netta, di tipo finanziario) o *unlevered* (cioè al lordo dei medesimi). Questa distinzione viene spesso proposta anche in termini diversi ma, sostanzialmente, non difformi: il W stimato sulla base dei flussi finanziari *levered* è un W *per gli azionisti*, cioè riferito al valore di W di pertinenza degli azionisti, intesi come detentori dei loro diritti di *residual claimants* nei confronti degli altri *stakeholders*. A sua volta il W stimato sulla base dei flussi *unlevered*, cioè riferito al valore di W di pertinenza dei portatori di tutto il capitale investito, è un W *per l'impresa*, suscettibile di essere destinato agli *stakeholders* cui compete, con effetti derivanti dal *mix* tra le fonti finanziarie realizzato dal management. Nella loro impostazione teorica generale i *metodi DCF* richiamano il processo di attualizzazione, a un tasso adeguato e per un periodo lungo (almeno di 10-20 anni), dei flussi monetari disponibili comprensivi, al termine del periodo di riferimento e in due ipotesi alternative e diverse, anche: 1) degli importi corrispondenti alla li-

quidazione di tutto il patrimonio aziendale, composto da capitale fisso e capitale circolante; 2) di quelli espressi dal valore residuo finale attribuibile al capitale dell'azienda in funzionamento. I flussi sono definiti come disponibili se possono essere via via erogati agli aventi diritto su di essi senza alterare l'equilibrio finanziario dell'impresa. L'accennata condizione sta a significare che: 1) si deve sempre tener conto, nella determinazione prospettica dei flussi, anche degli impieghi non direttamente riferibili alla gestione corrente (per esempio di quelli motivati da nuovi investimenti netti - in capitale fisso e circolante - e da variazioni nell'indebitamento finanziario netto); 2) non è possibile, di solito, seguire vie troppo semplificate per esprimere i flussi. Per esempio, quanto ai flussi *levered* si suggerisce spesso di limitarsi a sommare tra loro l'utile netto, gli ammortamenti e gli accantonamenti per costi differenti; è ovvio che, così procedendo, si ipotizza che non esistano effetti provocati da variazioni nel capitale fisso e circolante, il che è in evidente contrasto con la realtà.

1.3. Le formule «unlevered» e «levered».

La formula proposta, nella versione del *Unlevered Discounted Cash-Flow Method*, è:

$$W = \sum CF_t + V_t - D$$

in cui si ha:

CF_t = valore attuale (t) dei *cash flow* (CF) gestionali annuali;

V_t = valore attuale del valore residuo (V) al momento t ;

D = posizione finanziaria (*debt-crediti finanziari*) onerosa netta iniziale.

Da un punto di vista puramente descrittivo, la formula *levered*, ove si usino gli stessi simboli finora impiegati, è:

$$W = \sum CF_t + V_t$$

Essa si differenzia da quella *unlevered* apparentemente solo per una minor complessità, dal momento che non vi compare D . In questo caso, infatti, W è un valore di capitale per l'azionista

(e non per l'impresa) e deriva dall'attualizzazione di flussi disponibili per l'azionista, già stimati al netto della remunerazione dovuta ai portatori di crediti finanziari e, quindi, diversi dai semplici flussi gestionali; il valore di W sconta la presenza di D attraverso il contenuto dei flussi utilizzati per la stima. Il confronto tra le due formule, per essere completo, deve però riguardare il complessivo processo di attualizzazione sottostante, che coinvolge due tipi di grandezze: 1) i flussi (CF); 2) il tasso di attualizzazione (t). Per quest'ultimo basti qui ricordare che, nel caso della formula *unlevered*, è un tasso che esprime il *costo medio ponderato del capitale* e, in quella *levered*, è un tasso riferito al costo del solo *capitale proprio*¹. Più complessa è, invece, la disamina delle differenze riguardanti il diverso contenuto dei flussi, cui viene ora dedicata un'adeguata analisi.

1.4. I flussi nelle due formule

Nella formula DCF *unlevered* (per l'impresa) la stima dei CF annuali è espressa da:

$$\begin{aligned} & \text{Utile prima di interessi e imposte (EBIT)} \times (1 - t) \\ & + \text{ammortamenti ed altri costi differiti} \\ & - \text{impieghi netti in capitale fisso e circolante} \end{aligned}$$

In questa versione si rileva che i CF annuali: 1) si presentano come funzioni dei MOL; 2) sono stimati *prima* degli oneri finanziari ma *dopo* quelli fiscali calcolati sul risultato operativo (MOL-ammortamenti); 3) tengono conto delle variazioni riguardanti gli investimenti annuali netti. Per quanto attiene ai MOL l'orizzonte temporale n , entro il quale viene svolto il processo di attualizzazione dei flussi, finisce con l'essere spesso contenuto in un periodo non eccessivamente lungo (5-10 anni) coperto da budget e da piani variamente formalizzati. In modo più completo, al fine di meglio distinguere le diverse grandezze implicate nella stima dei CF annuali, secondo la normale classificazione dei valori accolta in un conto economico aziendale (consumativo o preventivo), i flussi analitici che concorrono a determinare il CF disponibile complessivo sono così raffigurabili:

¹ Sull'argomento cfr. *infra*, il paragrafo 4.2 del capitolo IV.

- (+) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o EBIT)
- (-) Imposte
- (=) Reddito operativo netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di cassa operativo
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (=) Flusso di cassa disponibile per l'impresa

Nella formula DCF *levered* (per l'azionista) la stima dei CF annuali è orientativamente espressa da:

$$\begin{aligned} & \text{Utile netto} \\ & + \text{ammortamenti ed altri costi differiti} \\ & - \text{impieghi netti in capitale fisso e circolante} \\ & - \text{rimborso di capitale} \\ & + \Delta D \end{aligned}$$

e, in modo analitico completo, da:

- (++) Vendite
- (-) Costi operativi monetari
- (=) Margine Operativo Lordo (MOL)
- (-) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Reddito operativo (RO o EBIT)
- (-) Oneri finanziari netti
- (=) Risultato ante imposte
- (-) Imposte
- (=) Utile netto
- (+) Ammortamenti e accantonamenti
- (=) Flusso di cassa operativo
- (±) Δ investimenti in capitale fisso e circolante
- (±) Δ capitale azionario e D
- (=) Flusso di cassa disponibile per l'azionista

Si nota facilmente come, nella formula *levered*, i CF siano influenzati: 1) dagli oneri finanziari netti; 2) dalla deducibilità fiscale di tali oneri (che, peraltro, nella formula *unlevered* influisce indistintamente sulla stima del *costo medio ponderato del capitale* al quale, in tale caso, i flussi vengono attualizzati; 3)

dalle variazioni rilevate negli stock di capitale proprio e di indebitamento netto finanziario, il motivo di operazioni finanziarie di rimborso o di nuovo approvvigionamento; 1) dalle modificazioni della redditività aziendale, conseguente al fatto che l'impresa si muova per realizzare la struttura finanziaria desiderata (se è diversa da quella preesistente) sfruttando il *leverage financial*, ove ne sussistano le condizioni.

[*continua*]

1.6. Il valore residuo (V)

Ciò aspetti più rilevanti della stima del *valore residuo* dipendono da due fatti: 1) V , è, di norma, il risultato dell'attualizzazione del valore attribuito al capitale dell'impresa funzionante al momento n (prima del quale i CF annuali erano stimati analiticamente); 2) V , è, spesso, la componente maggiore del valore globale W attribuito al capitale dell'impresa.

La sua stima è, dunque, effettuata mediante l'attualizzazione all'infinito di una figura di stima analitica di tali grandezze, o di un valore medio degli ultimi due-tre anni, che si suggerisce di normalizzare per quanto attiene all'incidenza su di esso delle variazioni ipotizzate nelle politiche d'investimento in capitale fisso e circolante. Il flusso di rifinimento può essere, alternativamente, *underred* o *levered*. Va, poi, notato che, in mancanza di altre attendibili vie per individuare un tasso di capitalizzazione del flusso prescelto, da adottare in un'epoca futura così lontana, spesso la stima viene effettuata mediante la formula $V = R \text{ (o } CF) \times M$, in cui M è un moltiplicatore di mercato. Tale moltiplicatore è, nell'ipotesi *levered*, espresso dal reciproco del P/E aziendale; in quella *underred*, dal reciproco del rapporto tra EV (*Enterprise Value*, cioè il *Market Value* del capitale azionario e del debito finanziario) e l'EBIT. Si perviene, così, a un

supposto V da riportare, poi, al presente (e cioè a V_0) mediante la sua attualizzazione utilizzando un tasso coerente con la grandezza da attualizzare. Se si tien conto dell'aleatorietà di stime e della pressoché costante impossibilità di dare razionale e convincente motivazione delle scelte che le precedono, emerge un importante limite d'impiego dei *metodi finanziari* nel calcolo del W .

1.7. Conclusioni

Al termine di quanto scritto va, almeno, posto in luce che: 1) gli elementi d'incertezza devono essere adeguatamente espressi nella stima dei flussi; 2) i connetti generali delle grandezze elementari impiegate nella stima rendono il metodo puri coltamente impingibile nel caso delle imprese che sfruttano risorse riproducibili o di cui esistono ampie riserve. Un buon utilizzo si ha per le imprese industriali mentre sorgono molte problematiche per il suo uso nei settori delle imprese bancarie, finanziarie e assicurative; 3) il tasso di attualizzazione può essere ipotizzato stabile o variabile nel tempo, secondo gli andamenti attesi del *costo medio ponderato del capitale*; 4) V_n è un particolare valore reddituale di scenario, di tipo interziale, il cui peso incide su W tanto più n (cioè il periodo coperto da budget e da piani formalizzati) sia ridotto e l'impresa si trovi in regime di redditività crescente.

Nei quadri che seguono sono esposti i dati di sintesi di una valutazione dei W di due imprese industriali, coinvolte in una ipotesi di fusione, realizzata adottando il *metodo DCF (anche red)*. Pur scontando l'uso delle tabelle cui si è già fatto cenno, per la stima delle diverse grandezze coinvolte nel calcolo, la conclusione negativa riguardante il rapporto tra i W e i V_n è di tutta evidenza.

2. I metodi patrimoniali

2.1. Premessa

I metodi patrimoniali sono comunemente riassunti nel metodo patrimoniale semplice e in quello complesso.

2.2. Il metodo patrimoniale semplice

La valutazione di W' con il metodo patrimoniale semplice ipotizza $W'=K$ dove K è inteso come il patrimonio netto rettificato attribuibile all'impresa in un dato momento. La sua stima muove dalla considerazione del valore del capitale netto di bilancio alla data di riferimento. Essa risente, all'origine, dei limiti dati dalle convenzioni usate per redigere le sintesi patrimoniali contabili, tra cui: a) la nominalità dei valori, espressi a moneta corrente nelle varie epoche della loro formazione, che provoca una eterogeneità di fondo; b) la prevalente iscrizione a costo storico (salvo l'eccezione derivante da rivalutazioni *ex lege* o giustificate da speciali motivi) dei valori degli investimenti durevoli (reificati dagli ammortamenti contabili) e, nei limiti dei valori di mercato, anche degli investimenti non durevoli; c) l'esclusione della maggior parte dei valori delle immobilizzazioni immateriali che non siano state oggetto di diretta negoziazione; d) la valutazione delle passività potenziali nei limiti della loro attuazione ed essere sinare contabilmente.

Nel passaggio tra il valore del capitale netto di bilancio (K_1) e quello del patrimonio netto rettificato (K) utilizzato per la stima di W' , le attività e le passività di bilancio sono ripesse a valori di mercato e nominate nella moneta corrente dell'epoca cui la valutazione si riferisce. Ciò implica: 1) l'assenza di modificazioni per le attività e le passività il cui valore corrente coincide con quello nominale (è il caso, per esempio, della liquidità immediata e dei debiti purché non indicizzati o in valuta); 2) l'espressione a valore corrente degli investimenti durevoli (per esempio le immobilizzazioni tecniche e le partecipazioni) e non durevoli (per esempio i titoli di negoziazione, le rimanenze e i crediti. Questi ultimi, tra l'altro, dovrebbero essere già iscritti in tal modo nel bilancio); 3) l'integrazione degli accantonamenti per passività potenziali non detti di valenza contabile ma

che esprimano, comunque, un apprezzamento di eventualità di rischio, da tenere in conto allorché si valuti W ; 4) la considerazione degli effetti della fiscalità latente sulle plus/minusvalenze di cui si è detto. In conclusione, è possibile che debbano essere rivisti i criteri usati nella redazione di una situazione patrimoniale contabile (pur certificata) tutte le volte che si abbia motivo di credere che la valutazione di funzionamento, contabilmente adottata, non sia atta ad essere accolta per una valutazione straordinaria del capitale, qual è quella a base della stima di W . Un'ulteriore retifica, di frequente attuazione, tende a eliminare dal K i valori espressivi di costi sospesi e capitalizzati (già iscritti tra le attività di bilancio per realizzare la ripartizione contabile nel tempo di costi a utilità pluritemporale — quali i costi sostenuti per il trasferimento di attività aziendali, per operazioni sul capitale, per software, per pubblicità, ecc.). Ciò avviene quando i detti valori appaiono estranei a una stima *ex novo* del capitale, tale da ignorare quelle attività immateriali che, pur essendo condizioni di funzionamento dell'impresa, non hanno caratteristiche per essere considerate autonomamente nella valutazione complessiva del W . D'altra parte si dovrà tener conto del valore attribuibile alle perdite fiscali pregresse, nei limiti di una ragionevole stima della loro ammontare a ridur-re il carico fiscale prospettico. Di norma esclusa, infine, è l'eventualità di integrazioni di valori richiamati al punto c) delle convenzioni contabili menzionate più sopra, per poste in precedenza non iscritte in bilancio in tutto o in parte.

Si rammenta che il *metodo patrimoniale semplice* trova frequente utilizzo nella stima del W delle *holdings* pure e delle società immobiliari, a motivo della particolare attitudine ad una valutazione separata degli *assets* che ne compongono l'attivo.

2.3. Il metodo patrimoniale complesso

Nel comune linguaggio della dottrina e della prassi, esso si distingue dal *metodo patrimoniale semplice* per il fatto di comprendere nel patrimonio (K) il valore attribuibile a determinati *valori immateriali* (o *intangibles*). Nel *metodo patrimoniale complesso* si ha, così, $W = K + I$ dove K è il valore del patrimonio stimato con il *metodo patrimoniale semplice* e I è il valore dei beni immateriali (inespresso nel bilancio, in tutto o in par-

te) che ad esso si aggiunge, per ottenere il W proprio del metodo in questione. Quanto ai beni immateriali, la prima classe comprende i valori stimati in via analitica e riferiti: 1) al *marketing* (per esempio i marchi, le licenze, il portafoglio lavori e, in generale, i beni la cui disponibilità assicura un certo posizionamento sul mercato, ivi comprese le reti di vendita); 2) alla *tecnologia* (per esempio i brevetti e, in generale, il *know how* tecnologico nei suoi vari aspetti). Difficilmente trova spazio, nel procedimento descritto, la considerazione autonoma del valore attribuibile al cosiddetto «capitale umano» o all'organizzazione. Esso, peraltro, definisce un elemento di valutazione da cui è difficile prescindere se l'utilizzo del *metodo patrimoniale complesso* si ferma a questo stadio allorché sia applicato al caso di imprese produttrici di beni o di servizi e non solo detentrici di patrimoni dati in uso ad altre imprese.

La seconda classe di valori riferiti ai beni immateriali riguarda quelli stimati in via sintetica, spesso come razionalizzazione di comportamenti di mercato. Ci si riferisce a valori quali l'avviamento sui depositi (per le imprese bancarie); il valore del portafoglio premi (per le compagnie di assicurazione); il valore delle restate (per le imprese edilizie); il valore delle riserve maturate (per le industrie estrattive) ecc. È evidente, in questo caso, che l'utilizzo del *metodo patrimoniale complesso* assume un significato diverso. Infatti, la valutazione del bene immateriale si sostanzia nella stima di una figura di *avviamento* la cui grandezza, aggiunta a quella del K (derivata dall'impiego del *metodo patrimoniale semplice*) conduce, quando ne ricorrono le condizioni, alla valutazione globale di W . È difficile riassumere delle regole, in argomento, proprio perché si tratta del ricorso a un metodo alquanto discutibile dal momento che i valori in questione derivano piuttosto dall'esperienza che dalla verifica di rigorose condizioni metodologiche. Tra l'altro, rammentando quanto più volte detto in ordine al fatto che ogni metodo di valutazione di un investimento si rifa, anche solo implicitamente, alla conoscenza di un insieme di flussi attesi che vengono opportunamente attualizzati, va ribadito che il ricorso ai *metodi patrimoniali* non si sottrae a questa regola. Ciò significa che: 1) i valori correnti o di mercato riferiti agli *assets*, soprattutto durevoli (quali immobili, immobilizzazioni tecniche e simili) devono trovare giustificazione in stime fondate sul riferimento a flussi attesi che possano essere conseguiti mediante

il loro impiego produttivo o la loro vendita sul mercato, dove il valore è giustificato dai flussi attesi dal loro impiego, in condizioni normali, presso i potenziali acquirenti; 2) i valori attribuiti alle partecipazioni derivano da valutazioni dei W attribuibili alle imprese partecipate, a loro volta valutati sul fondamento dei flussi attesi dalle rispettive gestioni; 3) I valori analiticamente stimati per gli *intangibles* sono giustificati dall'apporto originato dalla loro presenza a vantaggio dell'impresa cui pertengono, ciò che comporta una valutazione di flussi addizionali attesi; 4) I valori sinteticamente stimati e attribuiti ai cosiddetti *apparenti* parametrizzati sulla dimensione e sulla composizione di talune risorse disponibili (raccolta bancaria, premi assicurativi riscossi, copie vendite e pubblicità sui giornali, risorse minerarie da sfruttare, ecc.) rinviano anch'essi a ipotesi formalizzate di flussi conseguibili dalla gestione di tali risorse nell'ambito dei processi produttivi aziendali. Ne consegue che la circolarità dei processi valutativi, ciascuno dei quali supponga l'altro e nessuno lo esclude, ne ritorna confermata.

3. I metodi reddituali

3.1. Premessa

Da un punto di vista sistematico il loro esame potrebbe collocarsi subito dopo la trattazione dei *metodi finanziari* dal momento che anch'essi si rifanno esplicitamente alla considerazione di flussi: in questo caso *economici* invece che di *cassa*. Tuttavia, pare più ordinato accennare ai *metodi reddituali* dopo aver esaminato i *metodi patrimoniali*, giacché il coordinamento tra i criteri applicativi da seguire nei due casi è particolarmente significativo.

L'uso di *metodi reddituali* per la stima di W implica la discussione di una serie notevole di questioni. In questo paragrafo ci si limita ad individuarne le tipologie di fondo e si fa rinvio alla manualistica specializzata per l'esame delle soluzioni tecniche individuabili nelle diverse situazioni applicative.

I *metodi reddituali* considerano il valore del capitale aziendale come espressione dei redditi che verranno prodotti in futuro e indicano, quindi, $W = f(R)$. Si distinguono tra loro, essenzialmente, in ragione di: a) la formula di capitalizzazione in

stare; b) la figura di reddito cui ci si riferisce; c) le tecniche di stima del reddito. Di seguito si esaminano separatamente questi tre aspetti.

3.2. La formula di capitalizzazione usata

Quella di più frequente utilizzo è espressa da: $W = R/r^n$ dove R è un reddito medio prospettico normalizzato e r^n è il tasso di capitalizzazione adottato, considerando una durata illimitata del reddito. In alternativa, ma con un impiego meno diffuso, si propone la formula: $W = Ra_n/r^n$ in cui si considera il valore attuale di una rendita annuale posticipata per un periodo di n anni.

Alla formula $W = R/r^n$ si riconosce il pregio della semplicità e il fatto che il limite di scemare l'attività dell'impresa a produrre reddito indefinitamente è mitigato dalla constatazione che la differenza di risultato, rispetto all'utilizzo della seconda formula, scende rapidamente all'aumento di n oltre una certa durata (10-15 anni, secondo il tasso usato); inoltre il risultato riflette un margine di errore nella stima che viene considerato accettabile se si pensa che, comunque, si soggiace sempre a un notevole errore, non evitabile e mal valutabile, riguardante il fatto di ipotizzare la conoscenza degli equivalenti certi di flussi di reddito incerti, in quanto riferiti a periodi futuri molto lontani dal momento della stima. Va da sé che la valutazione di W , derivante dall'applicazione della prima formula, può essere eccessivamente ottimistica se l'impresa si trova in un regime di redditività d'incerto andamento mentre appare pessimistica se si trova in un regime di redditività probabilmente crescente.

La formula $W = Ra_n/r^n$ apre la via sia all'utilizzo di un unico R (sempre con il significato di reddito medio prospettico normalizzato) sia a quello di una serie di R stimati nei successivi periodi $t_1, t_2, t_3, \dots, t_n$ e, poi, attualizzati a un unico tasso r^n o a tassi diversi per ciascun periodo. Va, tuttavia, osservato che la scelta di questa formula implica la difficile stima di un valore finale da attribuire al capitale al momento n e che l'individuazione degli R prospettici, per i diversi anni, si fonda sull'esistenza e sull'attendibilità attribuite ai piani che l'impresa è in grado di presentare, distinti tra budget (1-2 anni), piani formalizzati d'insieme (3-5 anni), programmi di scenario (oltre i 5 anni). (Su

questi problemi si tornerà, *infra*, al paragrafo 4.4 del capitolo IV.)

3.3 La figura del reddito di riferimento

Oltre la già accennata questione della capitalizzazione di un R inteso come dato medio prospettico) o della attualizzazione di una serie di separati R annuali prospettici, derivati dai piani aziendali criticamente osservati, restano da considerare numerose difficoltà operative per delineare i redditi di riferimento, quali: *a)* il peso e i limiti dell'impiego dei dati della redditività futura, variamente giudicati espressivi anche di condizioni di futuro andamento aziendale; *b)* l'individuazione degli elementi per stimare la loro variabilità globale nell'ambito del futuro considerato; *c)* l'eventuale dinamica degli R futuri derivabile dall'adozione di nuove strategie aziendali, di innovazioni, di tassi di crescita giudicati necessari per assicurare un'ordinata permanenza dell'impresa sul mercato: cioè, in altre parole, di ipotesi di andamento e non di stime derivate da estrapolazioni del passato in condizioni di relativa stabilità delle condizioni di ambiente; *d)* la scelta di un «peso» convenzionale da attribuire, in modo differenziato, sia agli R storici sia a quelli prospettici più lontani rispetto al peso riferibile ai redditi stimati per l'ulteriore esercizio chiuso e per quello in corso; *e)* la specifica qualificazione della circostanza menzionata, per tener conto della possibile ciclicità settoriale e congiunturale degli andamenti e conomici presi in considerazione, di situazioni di primo avvio dell'attività o di crisi temporanea dell'impresa e di ristrutturazione in corso, ecc.

3.4. Le tecniche di stima del reddito

Le questioni richiamate dalle trattazioni che si diffondono sull'argomento sono motivate dal tentativo di esprimere R sotto forme e prospettici da utilizzare separatamente o da combinare in un unico R prospettico medio normalizzato, secondo le modalità di cui si è fatto cenno in precedenza. Gli R storici provengono essenzialmente dai bilanci; quelli prospettici dai piani, variamente redatti: questi sono, di norma, formulati in modo tale da

consentire, in tempi successivi, il confronto contabile tra i risultati a mano a mano conseguiti e quelli previsti al momento della redazione del piano. In entrambi i casi, dunque, il punto di partenza sono conti economici (di bilancio o di piani) i cui risultati vanno rivisitati criticamente per l'obiettivo proposto.

Tale processo implica di agire sugli R (contabili o di piano) con interventi di normalizzazione e, eventualmente, anche d'integrazione. Tra i primi ci sono quelli diretti alla eliminazione sia dei costi e dei proventi straordinari sia dei costi e dei proventi estranei alla gestione sia degli effetti di politiche di bilancio (anche fiscali) giudicate non in linea con le caratteristiche del reddito indagato. Da risolvere sono: *a)* la definizione del concetto di «componente straordinario di reddito»; *b)* la enunciatura del criterio per giudicare l'estraneità di un ceppo rispetto alla gestione ordinaria e, poi, per orientare una stima autonoma del risultato economico derivabile da una sua gestione separata, da sostituire ai componenti di reddito ad esso collegati e intracciabili nelle sintesi contabili. Infatti, anche in un *metodo reddituale* sussiste la questione dei *surplus attivi*, in due ipotesi alternative: 1) che il loro valore di mercato vada aggiunto a quello del capitale stimato escludendoli da ogni computo nelle fasi precedenti; 2) che partecipino alla definizione di R tenendo conto di una stima di proventi netti ipotizzabili dalla messa a reddito, a condizioni di mercato, del loro controvalore monetario; *c)* l'individuazione delle politiche di bilancio, soprattutto fiscali.

E, tuttavia, da notare che il primo elemento in discussione riguarda gli ammortamenti delle immobilizzazioni, normalmente operati con riferimento a valori di libro e, spesso, mediante il ricorso ad aliquote orientate da motivazioni fiscali: su questo discusso argomento va osservato che o si ipotizza l'idea che le aliquote fiscali ordinarie, applicate ai valori di libro delle immobilizzazioni, siano un buon surrogato delle aliquote di ammortamento tecniche che, altrimenti, l'impresa adotterebbe; o si abbandona il riferimento ai dati contabili per adattare il computo degli ammortamenti ai differenti valori di mercato attribuibili alle diverse categorie di immobilizzazioni. Una notaazione *a latere* suggerisce che la scelta si propone se si tratta di utilizzare il *metodo reddituale* a sé stante, definendone le convenzioni d'impiego, mentre non sussiste allorché il riferimento reddituale avvenga insieme a quello patrimoniale nell'adozione di un *metodo misto* (cfr., *infra*, paragrafo 4).

Tra le possibili interpretazioni le fattispecie sono più di una e alquanto controverse. Se ne ricordano almeno due, motivate da: 1) la determinazione di R di tipo contabile (anche previsionale) che scontino l'inadeguatezza dei processi contabili di capitalizzazione dei costi per esprimere il livello dei valori degli assets via via formati (per esempio nel caso di costruzione d'immobili nelle società immobiliari; di sostenimento dei costi e, comunque, di formazione progressiva di nuovi valori di *tangibles* tecnici e commerciali, suscettibili di autonomia valutativa, nelle imprese industriali e della distribuzione; di sostenimento dei costi per l'acquisizione di nuovo portafoglio premi nelle compagnie di assicurazione e di raccolta diretta e indiretta dalla clientela, nelle banche e in altre istituzioni finanziarie, ecc.); 2) la formazione di vantaggi fiscali potenziali dovuti o alla tipologia dei ricavi (in parte esenti) o alla presenza di situazioni di esercizi in perdita fiscale, i cui effetti vanno considerati in un adatto orizzonte temporale in cui appaia probabile il recupero del beneficio fiscale non goduto.

I due orientamenti che si contrappongono in argomento sono: *a)* da un lato, quello di tenere l'integrazione della stima di R ; *b)* da un altro, quello di non procedere ad aggiustamenti di R ma di intervenire su i^* . Una scelta sicura tra essi non sembra possibile. È probabile che, tanto più la stima di W con un *metodo reddituale* esprima la scelta del metodo principale, di altrettanto cresca lo stimolo a non avventurarsi nel campo delle rettifiche discusse, soprattutto allorché si adotti una formula di capitalizzazione che utilizzi un R prospettico medio normalizzato e non l'attualizzazione di una serie di R separatamente considerati, se, al contrario, ci si colloca nell'ottica d'impiego di un *metodo misto*, che coinvolga elementi di tipo sia patrimoniale sia reddituale, si conferma, come già scritto e come sarà meglio esplicitato nel paragrafo 4, che il problema della coerenza tra i criteri, a presidio della stima del K e degli R , impone la ricerca di soluzioni tra loro comparibili.

3.5. Conclusioni

La disamina dei problemi atinenti all'impiego dei *metodi reddituali* per la stima di W conduce a due ultime riflessioni. La prima è che essi sono, di solito, metodi che considerano l'im-

presa com'è, vale a dire caratterizzata dalla sua struttura finanziaria; pertanto, prevalgono le ipotesi di calcolo *levered* su quelle *unlevered* a meno che, ancora una volta, la stima reddituale si debba combinare con un'altra, di tipo patrimoniale, per la quale sia stata prescelta la via di considerare l'impresa *unlevered*. La seconda riflessione rinvia all'attenzione da prestare per assicurare sufficiente omogeneità ai valori dei singoli R presi in esame, dal punto di vista della normalizzazione dei loro valori monetari e, quindi, dell'eliminazione degli effetti dell'inflazione mediante l'uso delle convenzioni correnti in argomento.