

L'opera sviluppa una trattazione generale aggiornata sulla valutazione delle aziende in ipotesi di trasferimento. Queste ipotesi sono oggi assai frequenti in seguito a cessioni, fusioni e altre negoziazioni e interessano un numero crescente di operatori (imprese d'ogni settore, gruppi industriali e finanziari, intermediari vari). Costruita la "rete concettuale" necessaria ad affrontare il problema, vengono ampiamente analizzati i procedimenti adottabili suddivisi in patrimoniali, reddituali, finanziari e misti. Di ciascuno degli otto metodi (due per ogni categoria) si evidenziano modalità applicative, elementi qualificanti e limiti. Vengono quindi forniti orientamenti di carattere operativo, tenendo conto anche delle indicazioni provenienti da organismi professionali. In chiusura si affrontano i problemi posti da "valutazioni particolari" relative ad aziende in perdita, holding e gruppi aziendali, pacchetti azionari e rami d'azienda. Per completezza e rigore concettuale e dottrinale l'opera si rivolge in primo luogo a studiosi di discipline economico-aziendali e a studenti di corsi universitari e post-universitari. Per gli stessi motivi e per le indicazioni operative in essa contenute, risulta poi quanto mai indicata per gli operatori aziendali che affrontano professionalmente questo complesso problema.

Oswaldo Paganelli, Ordinario di Ragioneria generale e applicata nell'Università di Bologna, si è occupato, tra l'altro, di contabilità analitica, bilancio d'esercizio e consolidato di gruppo e analisi di bilancio. Tra le sue pubblicazioni si segnalano: *La contabilità analitica di esercizio svolta a costi primi e variabili* (1962); *Il bilancio di gruppo* (1968); *Il bilancio d'esercizio. Problemi di valutazione* (1974); *Analisi di bilancio. Indici e flussi* (UTET Libreria 1991).

L. 18.000
università

PREZZO DI VENDITA AL PUBBLICO

ISBN 88-7750-064-6



9 788877 500649

OSVALDO PAGANELLI

VALUTAZIONE DELLE AZIENDE

Principi e procedimenti



UTET
Libreria



SERIE DI ECONOMIA

*Volumi pubblicati:***Economia**

- M. ARCELLI (a cura di) - Politica monetaria e debito pubblico
- G. GANDOLFO - Corso di economia internazionale
- S. LOMBARDINI - Elementi di economia politica
- S. LOMBARDINI - Economia due. Macroeconomia, Equilibrio, Crescita
- S. LOMBARDINI - Elementi di politica economica
- G. MARBACH (a cura di) - Statistica economica
- V. MARRAMA - Economia politica. 1. Consumo, Produzione, Impresa e Mercato
- V. MARRAMA - Economia politica. 2. Statica e dinamica del reddito
- U. MEOLI - Lineamenti di storia delle idee economiche
- L. PASINETTI - Dinamica strutturale e sviluppo economico

Economia aziendale e applicata

- A. DE LUCA - Metodi statistici per le ricerche di mercato
- O. PAGANELLI - La valutazione delle aziende
- O. PAGANELLI - Analisi di bilancio. Indici e flussi
- G. PAOLONE - Economia dell'impresa artigiana
- M. SICA - Economia e bilanci d'impresa. Tematiche, ricerche e studi vari
- L. ZAN - L'economia dell'impresa cooperativa. Peculiarità e profili critici

Collana di Economia d'Impresa, Management e Organizzazione del lavoro

- G. COSTA - Economia e direzione delle risorse umane
- L. PILOTTI - La distribuzione commerciale
- L. ZAN (a cura di) - Strategie Management. Materiali critici

Geografia economica

- S. CONTI - Geografia economica. Teorie e logica della rappresentazione spaziale dell'economia
- S. CONTI, G. DE MATTEIS, C. LANZA, F. NANO - Geografia dell'economia mondiale
- G. VALUSSI - L'Italia geoeconomica

Scrittori italiani della moneta e della banca

- A. DE VITI DE MARCO - La funzione della banca
- L. EINAUDI - Il mestiere della moneta
- E. BARONE - Moneta e risparmio
- U. CAPRARA - Il credito industriale e mobiliare. La borsa valori

OSVALDO PAGANELLI

**VALUTAZIONE
DELLE AZIENDE****PRINCIPI E PROCEDIMENTI****UTET
Libreria**

© 1990 UTET Libreria
Via P. Giuria, 20 - 10125 Torino

Senza il permesso scritto dell'Editore sono vietati la riproduzione anche parziale, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo elettronico o meccanico (compresi fotocopie e microfilm), la registrazione magnetica e l'uso di qualunque sistema di meccanizzazione e reperimento dell'informazione.

Composizione: Fotosystem - Torino

Stampa: Novalito - Torino

ISBN 88-7750-064-6

Ristampe: 2 3 4 5 6 7 8 9 0
 1992 1993 1994 1995 1996

INDICE

CAPITOLO I - <i>Rete concettuale</i>	<i>p.</i>	1
1. Premessa	»	1
2. L'azienda quale oggetto di valutazione	»	2
3. Il trasferimento dell'azienda quale ipotesi valutativa	»	4
4. L'orientamento dei valori di scambio quale scopo perseguito	»	7
5. Procedimenti applicabili	»	9
6. Valori di mercato	»	10
CAPITOLO II - <i>Metodi patrimoniali</i>	»	12
7. Criteri informativi	»	12
8. Metodo patrimoniale semplice	»	13
9. Revisione contabile degli elementi attivi e passivi	»	14
10. Riespressione a valori correnti di sostituzione	»	15
11. Oneri fiscali potenziali e perdite detraibili	»	20
12. Metodo patrimoniale complesso	»	22
13. Limiti	»	24
CAPITOLO III - <i>Metodi reddituali</i>	»	26
14. Criteri informativi	»	26
15. Metodo reddituale semplice	»	28
16. Il reddito da capitalizzare	»	29
17. Il tasso di capitalizzazione	»	36
18. Riferimenti borsistici	»	41
19. Metodo reddituale complesso	»	43
20. Limiti	»	45

CAPITOLO IV - <i>Metodi finanziari</i>	p.	46
21. Criteri informativi	»	46
22. Metodo dei flussi monetari netti disponibili	»	48
23. Metodo dei flussi monetari operativi	»	51
24. Limiti	»	53
CAPITOLO V - <i>Metodi misti</i>	»	54
25. Criteri informativi	»	54
26. Metodo della stima autonoma dell'avviamento	»	54
27. Metodo del valore medio	»	58
28. Limiti	»	60
CAPITOLO VI - <i>Raccomandazione U.E.C.</i>	»	62
29. Note introduttive	»	62
30. Prime formulazioni	»	63
31. Recenti orientamenti	»	65
32. Rinvio	»	68
CAPITOLO VII - <i>Orientamenti operativi</i>	»	69
33. Indagini preliminari	»	69
34. Valutazioni multiple	»	72
35. Precisazioni sull'avviamento	»	74
CAPITOLO VIII - <i>Valutazioni particolari</i>	»	77
36. Aziende in perdita	»	77
37. Holding e gruppi aziendali	»	82
38. Pacchetti azionari	»	84
39. Rami d'azienda	»	87
Bibliografia	»	89
APPENDICE I - Norme del codice civile	»	95
APPENDICE II - Tavole finanziarie	»	103
Indice analitico	»	113

NON STUDIARE

NON STUDIARE

CAPITOLO I

RETE CONCETTUALE

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. L'azienda quale oggetto di valutazione - 3. Il trasferimento dell'azienda quale ipotesi valutativa - 4. L'orientamento dei valori di scambio quale scopo perseguito - 5. Procedimenti applicabili - 6. Valori di mercato.

1. Premessa

La valutazione delle aziende in esercizio, nelle varie situazioni di trasferimento giuridico, totale o parziale, diretto o indiretto, reale o ipotetico, è certamente un problema di calcolo economico assai complesso.

Come noto, *Teodoro D'Ippolito* è stato uno dei primi studiosi ad occuparsi con taglio scientifico di questo tema. Risale al 1936 il suo lavoro *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè Editore, nel quale vengono fissati con grande lucidità i concetti fondamentali per la corretta soluzione del problema.

Da allora la realtà aziendale è profondamente mutata. Il «mercato delle aziende», sotto la spinta di esigenze sempre nuove, è diventato assai vivace. Negli ultimi tempi i trasferimenti di aziende (e parti d'azienda) conseguenti a cessioni, fusioni e altre negoziazioni sono stati assai frequenti e hanno interessato un numero crescente di operatori (imprese d'ogni settore, gruppi industriali e finanziari, intermediari vari). Per molte aziende la via dello sviluppo dimensionale mediante acquisizione di altre aziende è apparsa strategicamente più valida dell'espansione graduale per vie interne.

In parallelo la letteratura sui trasferimenti aziendali e sulle connesse valutazioni si è arricchita di contributi assai significativi. Si veda ad esempio l'ultima opera di *Luigi Guatri* sull'argomento particolarmente intenta a stabilire punti d'incontro fra formulazioni teoriche ed esigenze della pratica.

Quanto precede lascia intendere che esiste oggi spazio per una trattazione generale aggiornata sulla valutazione delle aziende in ipotesi di trasferimento. È quanto ci proponiamo di fare con questo lavoro, che intendiamo dedicare alla memoria di *Teodoro D'Ippolito*.

2. L'azienda quale oggetto di valutazione

L'azienda in ipotesi di trasferimento costituisce l'oggetto del processo valutativo preso in esame. «Azienda» in senso economico o giuridico?

La *nozione economica* di azienda, variamente formulata dagli studiosi di ragioneria ed economia aziendale, può essere desunta dalle seguenti proposizioni¹:

a) L'azienda, unità elementare del tessuto economico complessivo, è un sistema di forze economiche (lavoro d'ogni tipo, mezzi patrimoniali, condizioni varie) operanti congiuntamente per il raggiungimento di un determinato fine.

Il termine «sistema» va inteso in senso proprio come insieme di elementi in interazione dinamica. L'azienda è un sistema complesso, aperto, finalizzato e probabilistico.

b) Il sistema aziendale sviluppa un processo continuativo di produzione di beni e servizi per lo scambio, oppure di acquisizione e consumo di beni e servizi per il soddisfacimento di bisogni.

Si identificano di conseguenza due categorie primarie di aziende, dette convenzionalmente «aziende di produzione» (o «imprese») e «aziende di consumo».

Il soddisfacimento dei bisogni rappresenta comunque il fine ultimo di ogni unità economica. Le imprese tendono a tale fine in

¹ Per tutti si può vedere AMADUZZI, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, pp. 18 e seg.

via indiretta, mediante la produzione di beni e servizi che poi collocano sul mercato. Le aziende di consumo assumono direttamente tale fine come loro compito istituzionale.

c) Il sistema aziendale è in continuo divenire nell'ambiente economico, politico e sociale di cui è parte complementare.

Fra azienda e ambiente esiste un rapporto di interdipendenza. L'ambiente condiziona notevolmente l'azienda e questa influenza in vario grado l'ambiente, il tutto in senso dinamico ed evolutivo.

d) Il sistema aziendale opera in condizioni di equilibrio economico e finanziario dinamico.

Nelle imprese l'equilibrio economico riguarda il fluire dei costi e dei ricavi di gestione (i ricavi via via conseguiti debbono assicurare l'integrale copertura dei costi correlativi e inoltre fornire margini di utile per remunerare adeguatamente il capitale proprio e gli altri servizi apportati dal soggetto aziendale). L'equilibrio finanziario riguarda il fluire delle entrate e delle uscite monetarie (le entrate provenienti dalle varie fonti debbono assicurare la piena copertura delle uscite, il che presuppone un assiduo e reciproco adattamento fra provviste e impieghi di capitale).

L'equilibrio economico e finanziario dinamico è il presupposto fondamentale per la permanenza dell'azienda come unità economica elementare, in altre parole per la sua sopravvivenza come cellula del tessuto economico complessivo.

Questo in generale per quanto concerne la nozione economica di azienda. Ben diversa è la *nozione giuridica*.

L'art. 2555 del codice civile definisce l'azienda come «il complesso di beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa» (beni in senso lato), mentre l'art. 2082 stabilisce che «è imprenditore chi esercita professionalmente un'attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi».

L'azienda viene quindi concepita dal diritto come «proiezione patrimoniale» dell'impresa². La definizione data dal codice appare appropriata a designare una classe dei fattori economici operanti nel sistema aziendale, vale a dire il patrimonio, sia pure considera-

² Cfr. RESCIGNO, *Trattato di diritto privato*, tomo IV, cap. I (a cura di G. U. TEDESCHI).

to come complesso economico. D'altra parte la nozione giuridica ora riportata riguarda non tutte le unità economiche, ma una sola categoria di esse, quella costituita dalle aziende di produzione.

Orbene, quando si parla come qui facciamo di «trasferimenti di aziende» e di «valutazione delle aziende in ipotesi di trasferimento» è evidente che si pone in primo piano la nozione giuridica.

Oggetto diretto di trasferimento e di valutazione è infatti il complesso dei mezzi coordinati dell'impresa in esercizio, in sintesi il suo capitale. Più precisamente il *capitale proprio* dell'impresa stessa, o se si preferisce l'investimento in capitale proprio operato dal soggetto aziendale.

Alcuni autori parlano in proposito di valutazione del «capitale economico» d'impresa, per distinguere tale valutazione da quella più strettamente contabile da cui deriva il «capitale di bilancio». Si tratta però di espressioni che per più aspetti appaiono superate.

Va da sé che, trasferendo il complesso dei mezzi coordinati costituenti l'azienda nel senso precisato, di fatto si trasferisce ad altri soggetti il *controllo economico* dell'intero sistema aziendale. Per una appropriata valutazione occorre dunque esaminare il sistema aziendale nella sua complessità, il che ci riporta alla nozione economica di azienda, sopra richiamata.

3. Il trasferimento dell'azienda quale ipotesi valutativa

Il problema valutativo qui considerato si pone, ripetiamo, in occasione del trasferimento giuridico, totale o parziale, diretto o indiretto, reale o ipotetico, dell'azienda in esercizio.

Nella realtà aziendale, le operazioni che possono dar luogo a detto trasferimento sono molteplici. Quelle più significative possono essere indicate come segue.

A) Cessioni:

- cessione di una azienda (individuale o societaria),
- cessione dei titoli che rappresentano il capitale di una società (capitale complessivo o quota di capitale).

Si tratta di «cessioni» in senso stretto (artt. 2555-2560 c.c.), perfettamente corrispondenti alle operazioni di «compravendita». Oggetto di trasferimento può essere il complesso coordinato di beni costituenti l'azienda nel senso precisato, oppure i titoli azionari o diversi che indirettamente rappresentano tale complesso. Nel primo caso può trattarsi di azienda individuale o di azienda societaria (scorporata dalla rispettiva società, che continua ad operare). Nel secondo caso può trattarsi di titoli corrispondenti all'intero capitale di una società o ad una sua quota più o meno estesa (partecipazione di maggioranza o di minoranza qualificata). La contropartita è rappresentata da una somma di denaro, da corrispondere secondo le modalità pattuite, costituente il *prezzo* dell'operazione.

B) Apporti e fusioni:

— apporto di una azienda (individuale o societaria) o dei titoli che rappresentano il capitale di una società (capitale complessivo o quota di capitale) in una nuova società,

— fusione di più società mediante incorporazione in una di esse o mediante costituzione di una nuova società.

L'apporto di una azienda individuale o societaria (scorporata dalla rispettiva società) o dei titoli che rappresentano per intero o in parte il capitale di una società, rientra nei conferimenti di beni in natura, per i quali si rende necessaria una appropriata stima (artt. 2342-2343 c.c.). La contropartita è rappresentata da titoli azionari o diversi della società ricevente, per un importo complessivo pari al *valore d'apporto* concordato. La fusione comporta lo scioglimento delle società partecipanti, ad esclusione della società incorporante nella fusione per incorporazione (artt. 2501-2504 c.c.). Oggetto di valutazione sono le singole aziende che concorrono alla fusione. Questa si conclude con uno scambio di titoli azionari o diversi di ciascuna società assorbita contro titoli azionari o diversi della società incorporante o di nuova costituzione, il tutto secondo *rapporti di concambio* pattuiti.

C) Operazioni varie sul capitale:

— aumento del capitale di una società con ingresso di nuovi soci conferenti mezzi monetari,

— emissione di obbligazioni convertibili in azioni,

— diminuzione del capitale di una società per liquidazione della quota spettante ad un socio uscente.

Oggetto di valutazione è il complesso coordinato dei beni costituenti l'azienda societaria (in senso giuridico). Nel primo caso si tratta di determinare il *valore di emissione* delle azioni o altre quote assegnate ai nuovi soci in esenzione del diritto d'opzione (art. 2441 c.c.). Il secondo caso è praticamente assimilabile al primo. Nel terzo caso si tratta di stabilire il *valore di rimborso* della quota spettante al socio uscente, problema rilevante specie se si tratta di società di persone (artt. 2284-2290 c.c.)³.

D) Altre operazioni:

- esproprio di una azienda individuale o societaria, o dei titoli che rappresentano il capitale di una società, per motivi di pubblico interesse,
- divisione di una azienda in seguito a scioglimento di comunione, successione ereditaria o donazione,
- ammissione di una società alle quotazioni di borsa.

L'esproprio di una azienda individuale o societaria (scorporata dalla rispettiva società) o dei titoli che rappresentano il capitale di una società, per motivi d'interesse generale, comporta una stima adeguata dell'azienda stessa, onde stabilire l'*indennizzo* da corrispondere al proprietario o ai soci (art. 834 c.c.). La divisione di una azienda fra più soggetti conseguente allo scioglimento di una comunione di beni (es. scioglimento di una azienda familiare) e alle altre circostanze menzionate richiede una valutazione dell'azienda, per poi determinare il valore della quota di riparto spettante a ciascun soggetto. L'ammissione di una società alle quotazioni (borse valori e mercati ristretti) comporta una stima adeguata dell'azienda societaria, da assumere come *termine di riferimento* per l'avvio delle negoziazioni.

L'elencazione precedente è limitata ai trasferimenti aziendali tipici. Come si può vedere non sono considerati i trasferimenti temporanei (affitti di aziende ecc.) e quelli a titolo gratuito (donazioni di aziende ecc.) poco rilevanti ai fini del presente studio.

Quanto detto per le cessioni e gli apporti di aziende vale anche per le analoghe operazioni riguardanti singoli *rami d'azienda*, in

³ Osserviamo per inciso che le *trasformazioni societarie* (artt. 2498-2500 c.c.) comportano problemi valutativi del tipo considerato nel testo solo se accompagnate da modifiche della struttura del capitale (aumenti di capitale con ingresso di nuovi soci conferenti mezzi societari, diminuzioni di capitale per liquidazione della quota spettante a soci uscenti ecc.). Come tali rientrano nelle operazioni indicate nella lettera C).

senso organizzativo o funzionale (filiali, agenzie ecc.) appositamente scorporati dal complesso aziendale. Ci occuperemo di questi problemi nell'ultimo capitolo.

Le norme di legge citate sono riprodotte in *Appendice*.

4. L'orientamento dei valori di scambio quale scopo perseguito

Le operazioni di trasferimento aziendale possono dunque essere inquadrare in istituti giuridici di natura diversa, così come diverso può essere il significato economico del *valore effettivo* di scambio dell'azienda in esercizio con cui si conclude la negoziazione. Come abbiamo visto, questo si configura come «prezzo» nelle cessioni; «valore d'apporto» negli apporti societari; «rapporto di concambio» nelle fusioni; «valore di emissione» o «valore di rimborso» nelle operazioni varie sul capitale; «indennizzo» negli espropri; «valore di riparto» e così via nelle altre operazioni.

Ora, la valutazione dell'azienda nelle indicate ipotesi di trasferimento è volta a fornire alle parti contraenti un *valore di stima* da utilizzare quale base di riferimento per la negoziazione del prezzo o del diverso valore effettivo di scambio. Questo è appunto lo scopo conoscitivo tipico di tali determinazioni.

La stima esprime un giudizio di valore, ossia una proposizione logica che muove da certe premesse e, attraverso calcoli appropriati, giunge a certe conclusioni. Mentre il prezzo o il diverso valore negoziato è una realtà fattuale, il valore di stima è l'espressione di una formulazione in vario grado astratta, e perciò teorica.

Il rapporto fra valore di stima e valore effettivo di scambio dell'azienda in esercizio può essere assai vario. Lo stesso valore di stima può di fatto assumere connotazione diversa secondo la *posizione assunta dall'esperto* chiamato ad esprimere la valutazione⁴. Si distinguono a questo riguardo le seguenti tre situazioni.

I) L'esperto è chiamato ad esprimere il *valore generale* dell'azienda in esercizio, inteso come valore riferito all'azienda in sé,

⁴ Cfr. U.E.C., *Recommandation sur les procédures à suivre par les experts comptables en matière d'évaluation d'entreprises*, p. 2.

prescindendo dalle motivazioni allo scambio (stati di necessità ecc.) e dalle convenienze specifiche (sinergie con altre attività ecc.) delle parti contraenti.

Tale valore è anche detto «comune» in quanto riflette il punto di vista di un generico investitore, non identificabile in nessuno dei due o più contraenti. Costituisce l'informazione di partenza per la contrattazione, spesso assai laboriosa.

Le divergenze fra il prezzo o il diverso valore effettivo di scambio e il valore di stima così concepito sono da attribuirsi sia alla posizione personale dei contraenti, come sopra precisata, sia alla forza contrattuale e all'abilità di negoziazione di ciascuno di essi. Com'è facile comprendere può trattarsi di divergenze rilevanti.

II) L'esperto è chiamato ad esprimere un *valore particolare* dell'azienda in esercizio, vale a dire un valore che riflette il punto di vista personale di una singola parte contraente. Può trattarsi di «valore di cessione» o di «valore di acquisizione».

Il *valore di cessione* viene formulato nell'ottica del cedente e tiene specificamente conto delle motivazioni allo scambio e delle convenienze specifiche di tale soggetto. Un tipo di tale valore è rappresentato dal «valore minimo di cessione», inteso come limite inferiore di prezzo o altro valore effettivo che il cedente nella sua situazione deve pretendere per la cessione dell'azienda in esercizio.

Il *valore di acquisizione* viene per contro formulato nell'ottica del possibile acquirente e riflette specificamente le motivazioni allo scambio e le convenienze personali di quest'ultimo. Un tipo particolare di questo valore è rappresentato dal «valore massimo di acquisizione», inteso come limite superiore di prezzo o altro valore effettivo che l'acquirente nella complessa sua situazione può corrispondere per l'acquisizione dell'azienda stessa.

Le divergenze fra il prezzo o il diverso valore effettivo di scambio e i due valori limite indicati dipendono soprattutto dalla forza contrattuale e dall'abilità di negoziazione dei contraenti.

III) L'esperto è chiamato ad esprimere una *stima ufficiale* dell'azienda in esercizio, vincolante per le parti contraenti. Il valore di stima terrà pertanto conto, per quanto possibile, di tutti gli aspetti dell'operazione.

I casi più frequenti sono le stime formulate da collegi arbitrali

e quelle prescritte dalla legge per gli apporti di aziende in società di capitali. Nei casi ora menzionati il prezzo o il diverso valore effettivo riconosciuto coincide di solito con il valore espresso dalla stima ufficiale.

Riassumendo, l'esperto chiamato a valutare l'azienda nelle varie ipotesi di trasferimento può assumere un ruolo diverso nel contesto della negoziazione. Il valore di stima, comunque formulato, rappresenta la necessaria base di riferimento per la definizione del valore effettivo di scambio dell'azienda in esercizio.

5. Procedimenti applicabili

Nelle pagine precedenti abbiamo messo a fuoco i termini del problema valutativo qui in esame: l'azienda in esercizio (nozione giuridica ed economica insieme) costituisce l'oggetto di valutazione; il trasferimento dell'azienda (attuato giuridicamente mediante diverse operazioni) è l'ipotesi valutativa assunta; l'orientamento del valore effettivo di scambio (variamente configurato) costituisce lo scopo conoscitivo perseguito.

La dottrina economico-aziendale e la pratica hanno messo a punto diversi procedimenti per la valutazione dell'azienda per le finalità menzionate⁵. I più significativi possono essere indicati come segue:

a) Metodi patrimoniali

(attribuiscono primaria importanza alla struttura analitica del patrimonio aziendale risultante all'epoca del trasferimento):

- metodo patrimoniale semplice,
- metodo patrimoniale complesso.

b) Metodi reddituali

(pongono in primo piano la presumibile redditività futura dell'azienda oggetto di valutazione):

- metodo reddituale semplice,
- metodo reddituale complesso.

⁵ Per tutti si veda GUATRI, *La valutazione delle aziende, passim*.

c) *Metodi finanziari*
(attribuiscono primaria importanza ai flussi finanziari disponibili in futuro per l'investitore):

- metodo finanziario complesso,
- altri metodi finanziari.

d) *Metodi misti*
(risultano da una combinazione degli elementi considerati nei metodi precedenti):

- metodo della stima autonoma dell'avviamento,
- metodo del valore medio.

Le denominazioni, convenzionali, richiamano gli aspetti patrimoniali, economici e finanziari della gestione assunti da ciascun metodo come riferimento principale. I procedimenti indicati risultano infatti notevolmente diversi per fondamenti concettuali, elaborazioni da svolgere e risultati finali.

6. Valori di mercato

Come noto, nei sistemi economici basati sulla concorrenza, i prezzi che si formano sul mercato, sintesi dei giudizi dei venditori e dei compratori, costituiscono l'espressione più diretta dei «valori» dei singoli beni e servizi. In tali condizioni è evidente che i procedimenti di valutazione applicati dalle imprese, per far fronte alle proprie esigenze conoscitive, trovano nei prezzi di mercato (attuali, passati e futuri) i termini di riferimento più solidi.

Ora, per quanto concerne il problema qui in esame, va detto che nel caso delle negoziazioni d'azienda di solito non esistono prezzi di mercato da assumere quali parametri valutativi e quando esistono sono in genere poco significativi. Vediamo di chiarirne le ragioni.

L'azienda oggetto di valutazione è un complesso economico unico nelle sue caratteristiche. Le negoziazioni d'azienda spesso si svolgono secondo lo schema classico del monopolio bilaterale (ove i due contraenti operano isolatamente, entrambi in condizioni di monopolio) o quasi.

Per ciò che riguarda la singola azienda, il trasferimento costituisce un evento di natura straordinaria, cosicché il prezzo determina-

tosì in tale circostanza è di solito privo di significato per eventuali negoziazioni successive, considerato che l'azienda si modifica nel tempo senza soluzione di continuità.

Inoltre, come sappiamo, il valore effettivo di scambio risulta largamente influenzato dalle condizioni specifiche e dagli interessi dei contraenti, il che avvalorava ancor più la tesi secondo cui in realtà ogni trasferimento d'azienda costituisce un accadimento economico a sé stante.

La situazione più consueta è dunque quella della reale assenza di prezzi di mercato praticati per aziende in tutto simili, da utilizzare come diretti termini di trasferimento.

Un caso particolare è costituito dalle società per azioni *quotate* nelle borse valori e nei mercati ristretti. Le azioni rappresentano quote del capitale proprio delle società, per cui parrebbe ovvio considerare le quotazioni di borsa come appropriati parametri per la valutazione delle aziende rispettive. Ciò però non è del tutto valido per più motivi.

I corsi di borsa variano in continuazione, talora con forti oscillazioni, in conseguenza di molteplici fattori non sempre chiaramente percepibili. Le negoziazioni svolte nelle borse valori e nei mercati ristretti sono spesso limitate a partite modeste e perciò scarsamente significative. Gli operatori di borsa sono mossi da intenti per lo più contingenti (speculazione, attese di alte remunerazioni ecc.) e comunque diversi da quello di acquisire il controllo durevole della società, corretto punto di partenza, quest'ultimo, per il giudizio valutativo.

Le quotazioni di borsa possono dunque offrire generiche indicazioni ai fini della valutazione delle rispettive aziende, ma non certo essere assunte come principale riferimento estimativo.

La valutazione delle aziende in ipotesi di trasferimento deve essere condotta per altre vie. Nel paragrafo precedente abbiamo indicato il ventaglio dei procedimenti formulati dalla dottrina e dalla pratica aziendale per la soluzione di questo problema. Non essendo fondati direttamente sui prezzi di mercato, ripetiamo nella gran parte dei casi assenti e laddove esistenti poco significativi, le stime ottenute con tali metodi sono dette «indirette». Questo costituisce il loro principale limite.

Vi è poi tutta la gamma di limiti specifici, assai rilevanti, propri di ciascun procedimento. Di essi diremo diffusamente nei capitoli seguenti dedicati all'illustrazione e al commento dei singoli metodi.

CAPITOLO II

METODI PATRIMONIALI

SOMMARIO: 7. Criteri informativi – 8. Metodo patrimoniale semplice – 9. Revisione contabile degli elementi attivi e passivi – 10. Riespressione a valori correnti di sostituzione – 11. Oneri fiscali potenziali e perdite detraibili – 12. Metodo patrimoniale complesso – 13. Limiti.

7. Criteri informativi

In linea di massima i metodi patrimoniali tendono a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica (in tutte le sue caratteristiche) a quella cui si riferisce la valutazione.

Questa è in sintesi la logica di questi metodi.

Non si tiene specificamente conto della redditività prospettica del capitale. Implicitamente si ammette che l'investimento sia adeguatamente remunerativo in rapporto alle correnti condizioni del mercato dei capitali.

La valutazione operata con i metodi patrimoniali si caratterizza come stima analitica a valori correnti di sostituzione: *stima analitica*, perché effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio; *a valori correnti*, in quanto direttamente o indirettamente basata sui prezzi di mercato del momento in cui ha luogo la negoziazione; *di sostituzione*, perché l'ipotesi assunta è quella del riac-

quisto o della riproduzione per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Singolarmente o più spesso insieme ad altri, i metodi patrimoniali trovano in concreto larga diffusione. Le valutazioni risultanti vengono considerate assai utili per gli scopi perseguiti, tenuto anche conto dell'importanza che la massa patrimoniale assume quale fattore di sicurezza per l'investitore.

8. Metodo patrimoniale semplice

Le valutazioni d'azienda condotte con il metodo patrimoniale semplice assumono normalmente quale valore di base il *capitale netto contabile* desunto alla data della negoziazione dalla rilevazione contabile sistematica. Questa rappresenta lo strumento più idoneo per un primo accertamento degli elementi patrimoniali attivi e passivi da prendere in considerazione.

Il documento di sintesi dal quale il capitale netto contabile è tratto dipende dall'epoca della valutazione. Se questa si colloca alla chiusura dell'esercizio, di solito si tratta della *situazione patrimoniale di fine periodo*, parte del bilancio annuale. Se la valutazione si colloca in corso d'esercizio, il documento stesso sarà una *situazione patrimoniale infra-annuale*, appositamente costruita.

Il capitale netto contabile corrisponde alla differenza fra gli elementi patrimoniali attivi e passivi evidenziati da uno di questi documenti ed è formato da diverse «poste ideali». Nelle imprese societarie le poste tipiche sono:

- capitale sociale,
- riserve di capitale (fondo sovrapprezzo azioni, fondo contributi in conto capitale ecc.),
- riserve di utili (riserva ordinaria, riserva straordinaria, riserva per acquisto azioni proprie ecc.),
- fondi particolari (saldi attivi di rivalutazione monetaria, fondi plusvalenze ecc.),
- utili (o perdite) di esercizi precedenti,
- utile (o perdita) d'esercizio o di più breve periodo.

Si noti che la riserva per acquisto azioni proprie va assunta al netto del valore delle azioni proprie acquistate. L'utile d'esercizio o di più breve periodo va assunto al netto degli acconti dividendi già assegnati e delle quote di riparto da assegnare a terzi (compresi gli amministratori ecc.).

La situazione patrimoniale di fine periodo o infra-annuale che esprime il capitale netto contabile può essere certificata da revisori esterni o non certificata.

9. Revisione contabile degli elementi attivi e passivi

Il procedimento valutativo in esame prevede a questo punto tre ordini di elaborazioni.

Si inizia solitamente con una revisione generale degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza. Tale operazione è volta a verificare in via preliminare la sostanziale correttezza delle singole poste, vale a dire la loro rispondenza ai «corretti principi contabili» che presiedono alla formazione del bilancio d'esercizio e delle situazioni infra-annuali. Quindi, se del caso, ad apportare i richiesti aggiustamenti.

Nelle singole poste del documento di partenza possono riscontrarsi:

- a) alterazioni dovute all'applicazione di norme tributarie che non collimano con le corrette norme contabili (ammortamenti delle immobilizzazioni tecniche ritenuti eccessivi ecc.);
- b) alterazioni dovute all'adozione di censurabili «politiche di bilancio» (sottovalutazione di elementi attivi e/o sopravvalutazione di elementi passivi per nascondere utili ecc.);
- c) alterazioni varie (omissione involontaria di fondi rischi specifici ecc.).

La revisione va dunque condotta in via analitica. Possono così rendersi necessarie (o semplicemente opportune) alcune *rettifiche* degli elementi attivi e passivi rappresentati nella situazione patrimoniale di partenza, e di conseguenza del capitale netto contabile che in essa trova espressione.

La disponibilità di una corretta base contabile è comunque indi-

spensabile per qualsiasi valutazione d'azienda svolta con i metodi patrimoniali che qui si considerano.

10. Riespressione a valori correnti di sostituzione

Il secondo ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni precedenti. È questa l'operazione centrale del procedimento in esame.

Come è noto, i valori contabili (revisionati in questo caso) sono formulati in vista della determinazione del risultato economico di periodo e del correlato capitale di funzionamento. Si tratta ora, grosso modo, di passare da tali «valori di funzionamento» ai corrispondenti analitici «valori di cessione», diversi dai primi perché informati ad altra finalità conoscitiva, come detto in precedenza. Sorgono problemi di varia complessità, che è bene affrontare distintamente per le voci patrimoniali più significative.

Immobilizzazioni tecniche

La riespressione a valori correnti di sostituzione delle immobilizzazioni tecniche (immobili industriali e commerciali, impianti e macchinari, attrezzature, mobili e macchine d'ufficio, automezzi e così via) va effettuata distintamente per ciascuna unità tecnica. Si richiedono conoscenze specifiche, per cui è frequente il ricorso a stime d'esperto.

Di solito si procede in due approssimazioni successive. In primo luogo si determina il costo di riacquisto (se si tratta di unità tecniche dotate di mercato) o il costo di riproduzione (se si tratta di unità tecniche non dotate di mercato); costo di riacquisto o di riproduzione riferito ad un analogo bene strumentale nuovo ed espresso in prezzi correnti (stimati direttamente o indirettamente) al momento della negoziazione.

In secondo luogo si operano alcuni abbattimenti del costo a nuovo, atti ad esprimere la diminuzione di valore del bene stesso per degrado fisico (usura ecc.) e per obsolescenza collegata a fattori generali (evoluzione tecnologica ecc.) e specifici (inadeguatezza del bene strumentale ecc.).

Trattandosi poi di unità tecniche quotate nel mercato dell'usato, la procedura può essere semplificata calcolando direttamente il costo attuale di riacquisto di un analogo bene strumentale usato.

Le immobilizzazioni tecniche assunte in leasing vanno considerate sia fra gli elementi attivi, per un valore di stima determinato secondo le indicazioni precedenti, sia fra gli elementi passivi, per il valore risultante dall'attualizzazione a tasso corrente dei canoni di leasing ancora da versare e del prezzo di riscatto finale.

La nuova valutazione a costi correnti di sostituzione può così discostarsi sensibilmente dalla valutazione contabile (valore di carico meno fondi d'ammortamento ed eventuali altre poste rettificative), specie in periodi di lievitazione dei prezzi. Le *plusvalenze e minusvalenze* riscontrate possono essere veramente notevoli.

Valori immateriali

Nel metodo patrimoniale semplice di regola vengono considerati i soli elementi immateriali *suscettibili di trasferimento autonomo* (brevetti industriali e marchi, modelli e formule di produzione, diritti di concessione e così via). Gli altri elementi immateriali (spese d'impianto e di ampliamento, spese di ricerca e sviluppo, avviamenti pagati, oneri vari pluriennali e così via), trasferibili congiuntamente al complesso aziendale e non singolarmente, vengono considerati nel metodo patrimoniale complesso (come elementi aggiuntivi) e nei metodi misti (come fattori d'avviamento).

La riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi immateriali del primo tipo segue in genere le linee indicate per le immobilizzazioni tecniche: stima del costo corrente di riacquisto o di riproduzione a nuovo e quindi uno o più abbattimenti in funzione dell'utilizzazione intervenuta e dell'obsolescenza. Eventuale riferimento a prezzi correnti di mercato.

Anche per questi elementi patrimoniali attivi la nuova valutazione va operata per distinte unità, con l'eventuale ausilio di esperti. Le *plusvalenze e minusvalenze* accertate possono risultare notevoli.

Magazzino

La riespressione a valore corrente di sostituzione delle giacenze di magazzino deve essere condotta partita per partita.

Le giacenze provenienti da approvvigionamento esterno (materie prime e sussidiarie, parti e pezzi acquistati, merci e così via) sono valutate al costo attuale di riacquisto, appositamente stimato. Le giacenze provenienti da produzione (semilavorati e prodotti in lavorazione, prodotti finiti e così via) sono valutate al costo attuale di riproduzione, appositamente calcolato, tenendo conto per i prodotti non finiti dello stadio di lavorazione in cui si trovano.

Trattandosi di giacenze fuori listino o comunque obsolete il valore deve tener conto delle effettive possibilità di mercato.

La nuova valutazione potrà discostarsi marcatamente dalla valutazione di bilancio, specie se quest'ultima, come di solito accade, è basata sul costo calcolato con il metodo LIFO (grosso modo costo delle partite più vecchie). In questi casi la *plusvalenza* accertata rappresenta l'evidenziazione della cosiddetta «riserva LIFO».

Crediti e debiti

La stima a valori correnti di sostituzione dei crediti e debiti compresi nel complesso aziendale oggetto di negoziazione non presenta particolari difficoltà.

I crediti e debiti a interesse in linea con il mercato (prestiti obbligazionari, mutui attivi e passivi, conti bancari attivi e passivi ecc.) si assumono al valore nominale, essendo questo nell'ipotesi indicata il valore corrente di rinegoziazione. Occorre ovviamente tener conto degli interessi maturati sui conti correnti, nonché dei ratei e risconti sugli interessi periodici con scadenza in data diversa da quella della negoziazione aziendale (lo stesso disaggio di emissione non ancora ammortizzato rappresenta una sorta di sconto pluriennale)¹.

I crediti e debiti con interesse implicito o privi d'interesse (crediti v/clienti e cambiali attive commerciali, debiti v/fornitori e cambiali passive commerciali, altri crediti e debiti di regolamento ecc.) in linea di massima debbono essere attualizzati ai tassi correnti di mercato per tempi medi di scadenza appositamente stimati. Questa

¹ Ricordiamo per inciso che i ratei e risconti assumono notevole rilievo quando si tratta di situazioni infra-annuali.

operazione può essere omessa solo se la rettifica da apportare ai crediti si compensa con l'analoga rettifica da apportare ai debiti, ipotesi difficilmente verificabile (anche se spesso accolta in pratica per motivi di semplificazione).

I crediti e debiti con interesse non in linea con il mercato (prestiti a tassi particolari ecc.) vanno attualizzati per il divario esistente fra i tassi correnti e i tassi negoziati, fermo restando il computo dei ratei e risconti sugli interessi periodici con scadenza che non coincide con la data della negoziazione. Nessuna attualizzazione deve però essere effettuata per i prestiti a tasso agevolato nei casi in cui il minore interesse corrisponde a svantaggi in termini di ubicazione aziendale e condizioni varie.

Le altre posizioni di credito e debito vanno esaminate caso per caso ed espresse a valori correnti con criteri analoghi. Particolare attenzione va rivolta ai prestiti in valuta, per quanto concerne il cambio di conversione.

Per tutti i crediti deve poi essere verificata la congruità dei fondi rischi contabilizzati per presunte insolvenze. Dalle operazioni sopra indicate possono discendere plusvalenze e minusvalenze di queste poste, per importi più o meno rilevanti in rapporto alla correttezza dei valori contabili (revisionati) a disposizione.

Fondi di accantonamento per oneri e rischi

Anche i fondi di questo tipo (fondo trattamento di fine rapporto, fondo imposte da liquidare, fondo manutenzioni straordinarie, fondo garanzia prodotti, fondo concorsi a premio ecc.) devono essere singolarmente sottoposti a verifica onde accertare la loro congruità rispetto alle motivazioni economiche che presiedono alla loro costituzione. Particolare attenzione va rivolta ai conti d'ordine al fine di stabilire se le posizioni di rischio in essi espresse (effetti scontati, garanzie prestate per conto terzi ecc.) sono adeguatamente riflesse in appositi fondi rischi particolari.

I fondi in parola devono essere aggiornati alla data della negoziazione aziendale. Le rettifiche richieste dipendono chiaramente dal grado di attendibilità dei valori contabili (revisionati) assunti come dati di base.

In ogni caso non vanno considerati gli accantonamenti a fronte

di rischi generici, presenti sotto vario titolo in taluni bilanci concreti, del tutto assimilabili alle riserve di utili e come tali da includere fra le poste del capitale netto².

Investimenti accessori

Nelle imprese industriali e commerciali si considerano «accessori» (cioè non attinenti alla produzione tipica o caratteristica) gli investimenti in:

- terreni e fabbricati civili,
- titoli a reddito fisso pubblici e privati,
- partecipazioni azionarie e diverse non maggioritarie.

Le principali caratteristiche degli investimenti accessori sono l'*autonomia di valore* e la *liquidabilità*³. Si tratta infatti di elementi patrimoniali che possiedono un «valore oggettivo» indipendente dall'andamento economico aziendale e che possono essere «liquidati» senza compromettere l'attività principale. Il tutto in senso relativo.

Date queste caratteristiche, risulta in generale opportuna una loro valutazione separata da quella riguardante il complesso aziendale. Questo modo di procedere assume particolare significato in tutti i metodi valutativi, specie in quelli che esamineremo più avanti.

Tutto ciò premesso, la valutazione analitica dei *terreni e fabbricati ceduti in locazione* trova il suo riferimento principale nei prezzi correnti di mercato. Per questi beni durevoli esiste di solito un mercato attivo, per cui i prezzi che ivi si formano per beni dello stesso tipo rappresentano la base più valida per il calcolo dei valori correnti di sostituzione.

In assenza di mercato potrà essere accolto il costo di ricostruzione a nuovo, opportunamente decurtato in rapporto allo stato

² Come noto, i *fondi rischi* (elementi patrimoniali passivi) riguardano future probabili perdite specifiche, legate a situazioni esistenti alla data del bilancio e stimabili con sufficiente ragionevolezza. Le altre evenienze passive, direttamente o indirettamente comprese nel «rischio generale d'impresa», sono invece fronteggiabili mediante appositi *fondi di riserva* (poste del capitale netto). In concreto la distinzione fra queste voci del bilancio non è sempre facile, come precisato dalla dottrina e dalla normativa contabile (per quest'ultima veda il CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI, *Principi contabili*, Documento n. 7, Milano 1981).

³ Cfr. MASSARI, *Il valore «di mercato» delle aziende*, pp. 45 e seg.

d'uso, o anche il «valore di rendimento» calcolato applicando talune formule finanziarie di cui ci occuperemo nel capitolo seguente. Anche per queste stime può essere opportuno il ricorso a tecnici esperti.

La valutazione analitica dei *titoli a reddito fisso pubblici e privati* presenta difficoltà diverse in rapporto alla presenza o meno di quotazioni di borsa. Per i titoli quotati di solito si fa ricorso alla media dei prezzi di compenso dell'ultimo trimestre o ad altro valore corrente al momento della valutazione.

Per i titoli non quotati è frequente l'adozione del valore contabile di carico, con opportuni aggiustamenti se i tassi di rendimento non risultano in linea con i tassi correnti di mercato. Un'altra soluzione può essere quella di assumere come termini di riferimento i prezzi correnti di titoli quotati con caratteristiche similari.

La valutazione analitica delle *partecipazioni azionarie e non azionarie* è infine legata a numerosi fattori, quali la finalità economica di ciascuna partecipazione, la sua consistenza, la presenza di prezzi correnti di mercato e così via. Questo tema sarà affrontato nel capitolo finale, al quale rinviamo.

11. Oneri fiscali potenziali e perdite detraibili

Da ultimo occorre procedere all'accertamento degli oneri fiscali potenziali connessi alle elaborazioni precedenti e delle perdite detraibili.

Gli oneri fiscali potenziali riguardano le plusvalenze riconosciute in sede di riespressione degli elementi patrimoniali in termini di valori correnti. Le situazioni sono però diverse, come risulta da quanto segue.

Nei trasferimenti aziendali attuati mediante cessione diretta del complesso dei beni organizzati costituente l'azienda in senso giuridico, le plusvalenze accertate vengono in genere tassate a capo del cedente (tassazione separata, a sua richiesta)⁴, com'è giusto dato che questo è il soggetto che realizza l'incremento di valore presupposto dell'imposizione. In tali circostanze non esistono imposte latenti da prendere in considerazione.

⁴ Testo unico delle imposte sui redditi, art. 16.

Nei trasferimenti aziendali attuati mediante cessione di azioni o altri titoli che rappresentano il capitale di una società, i valori contabili di quest'ultima restano in concreto invariati, per cui la tassazione delle plusvalenze accertate sui vari cespiti ha luogo a capo della società nei successivi periodi d'imposta in cui i cespiti stessi saranno realizzati direttamente o indirettamente attraverso la gestione (con possibili differimenti ed eventuali esenzioni)⁵.

Il problema di stima degli oneri fiscali potenziali riguardanti le plusvalenze si pone dunque nei casi di trasferimento aziendale attuato mediante cessione dei titoli che rappresentano la proprietà del capitale. In queste situazioni appare corretto valutare l'azienda ai fini del trasferimento, considerando il valore corrente della massa patrimoniale al netto dell'importo attualizzato degli oneri fiscali potenziali in questione.

Per i vari tipi di plusvalenze occorre stimare l'ammontare delle imposte latenti con le rispettive epoche di corresponsione, per poi determinare il valore attuale a tasso corrente alla data della valutazione. Il calcolo, assai complesso, viene spesso semplificato riducendo all'incirca da 1/2 a 2/3 l'aliquota complessiva d'imposta da applicare all'ammontare delle plusvalenze⁶.

Per quanto concerne le perdite fiscali detraibili, va ricordato che le disposizioni vigenti consentono alle società di capitali di riportare le perdite di un periodo d'imposta in diminuzione dei redditi dei periodi d'imposta successivi, ma non oltre il quinto⁷. Il trasferimento di una azienda di questo tipo con perdite pregresse riconosciute (o in via di riconoscimento) procura dunque all'acquirente un vantaggio pari al valore attuale delle imposte future che di conseguenza potranno essere risparmiate, vantaggio da tenere in debito conto ai fini della valutazione.

Anche questo calcolo risulta alquanto complesso, essendo incerta la misura delle perdite che potranno essere detratte in ciascun anno a venire (legata al conseguimento di utili) e al limite la stessa possibilità di totale detrazione. Le imposte che si presume di risparmiare vanno poi attualizzate a tasso corrente alla data della

⁵ Testo unico delle imposte sui redditi, art. 54, ed eventuali future leggi di rivalutazione per conguaglio monetario.

⁶ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 53 e seg.

⁷ Testo unico delle imposte sui redditi, art. 102.

valutazione. Anche per le perdite fiscali detraibili il calcolo viene spesso semplificato riducendo a circa la metà l'aliquota d'imposta da applicare all'ammontare delle perdite.

Riassumendo quanto illustrato nelle pagine precedenti, le rettifiche da apportare al capitale netto contabile assunto come dato di base si configurano come:

- aggiustamenti preliminari contabili,
- plusvalenze e minusvalenze,
- integrazioni per oneri fiscali potenziali e perdite detraibili.

Il *capitale netto rettificato*, somma algebrica del capitale netto contabile e delle rettifiche positive e negative ora richiamate, rappresenta il risultato finale del procedimento valutativo in esame. Questo è il valore attribuibile all'azienda oggetto di trasferimento applicando il metodo patrimoniale semplice.

In simboli:

$$V = K$$

in cui:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio

K = capitale netto rettificato, espressione del valore corrente della massa patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita.

I presupposti logici di questo metodo sono stati precisati nel primo paragrafo di questo capitolo. I concreti limiti saranno commentati nel paragrafo conclusivo.

Il valore di stima ottenuto con il metodo sopra illustrato viene solitamente indicato come *valore patrimoniale semplice* dell'azienda in esercizio.

12. Metodo patrimoniale complesso

Uno dei principali problemi delle valutazioni d'azienda attuate con i metodi patrimoniali risiede nell'individuazione degli elementi del patrimonio da includere nel calcolo, con particolare riferimento agli *elementi attivi immateriali*.

Nel metodo patrimoniale semplice il problema viene risolto prendendo in considerazione ai fini della valutazione i soli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti e marchi, modelli e formule, diritti di concessione e così via). Questi elementi rappresentano la parte più evidente di tale categoria patrimoniale.

Il metodo patrimoniale complesso compie un passo in avanti, nel senso che cerca di attribuire un valore anche agli elementi immateriali trasferibili *congiuntamente* all'intero complesso aziendale, sempreché apprezzabili con qualche fondamento.

Esempi tipici di questo secondo gruppo di elementi immateriali inclusi nel calcolo sono le poste corrispondenti a: *oneri di formazione del personale* (addestramento, qualificazione e riqualificazione della forza lavoro); *oneri di ricerca e sviluppo* (studi e ricerche per il miglioramento dei prodotti e dei processi produttivi); *oneri di pubblicità e promozione generale* (iniziative varie per l'affermazione dell'azienda e delle sue marche); *altri oneri pluriennali*.

Si tratta di valori che spesso non figurano nel bilancio essendo «spesati» per intero sull'esercizio, ma che vi potrebbero figurare in quanto corrispondono a «servizi» non ancora utilizzati. La loro valutazione analitica per i fini che qui si considerano va fatta, in linea con i criteri generali, in base ai costi correnti di sostituzione, ottenuti per capitalizzazione dei costi storici rivalutati o in altro modo ritenuto significativo.

Alcuni autori indicano anche altre poste, quali ad esempio: *valore dell'autorizzazione commerciale* (commercio al dettaglio); *valore del portafoglio ordini* (produzioni su commessa); *valore dell'indirizzario* (vendite per corrispondenza); *valore della raccolta* (aziende di credito).

Per la loro valutazione si suggerisce il riferimento a prezzi praticati per elementi dello stesso tipo in recenti negoziazioni, prezzi spesso espressi in percentuali di utili da applicare sulle vendite annuali o su altri dati.

A nostro avviso l'inclusione di queste ultime poste nel calcolo deve essere vagliata con grande attenzione.

Certamente il metodo patrimoniale complesso è apprezzabile in quanto, rispetto al metodo patrimoniale semplice, può essere visto come un ulteriore sforzo volto a rendere «obiettiva» la valutazione

dell'azienda, legandola per quanto possibile ad elementi specifici⁸. Questo però non deve portare ad includere nella valutazione poste che rappresentano mere «aspettative di utili», perché così facendo si finirebbe per snaturare lo stesso procedimento. Il metodo patrimoniale complesso non va confuso con i metodi misti patrimoniali-reddituali, di cui ci occuperemo più avanti.

Il valore di stima ottenuto con il metodo illustrato in questo paragrafo può essere indicato come *valore patrimoniale complesso* dell'azienda in esercizio.

13. Limiti

Il giudizio sulla validità dei metodi patrimoniali si fonda su due ordini di considerazioni, riguardanti rispettivamente la razionalità di questi procedimenti e le incertezze e difficoltà di applicazione.

La *razionalità* dei metodi patrimoniali concerne la fondatezza dei criteri generali assunti a base della valutazione. Come si ricorderà, questi metodi si propongono di ricercare l'investimento di capitale necessario per istituire una nuova impresa con struttura patrimoniale perfettamente identica a quella che si vuol valutare.

Ora, è chiaro che si tratta di un approccio che non rispecchia il ragionamento economico dell'investitore, reale o potenziale, il quale rivolge principalmente la sua attenzione alla redditività futura dell'investimento in capitale proprio d'impresa ed ai ritorni finanziari che ne possono derivare. Dal suo punto di vista, il valore dell'azienda dipende non tanto dalle risorse a disposizione, ma dalla capacità di utilizzare proficuamente tali risorse.

La razionalità dei metodi patrimoniali appare dunque piuttosto discutibile. Questo è certamente il loro limite d'ordine generale.

Le *incertezze e difficoltà* di applicazione dei metodi patrimoniali riguardano sia l'individuazione degli elementi attivi e passivi da considerare nel calcolo (compreso l'accertamento degli oneri fiscali potenziali e delle perdite detraibili) sia la loro espressione o riespressione in termini di valori correnti alla data della negoziazione.

Come abbiamo visto, si tratta di incertezze e difficoltà abbastanza contenute nel «metodo patrimoniale semplice». Il «metodo

⁸ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 60.

patrimoniale complesso» presenta invece incertezze e difficoltà assai rilevanti in tutte le sue elaborazioni. Questi sono i limiti specifici dei metodi in questione, limiti da considerare attentamente ai fini del giudizio di validità.

Ai metodi patrimoniali va peraltro riconosciuto il merito di fare riferimento a grandezze esistenti al momento della valutazione e perciò controllabili. I valori analitici attribuiti alle risorse risultano «verificabili» in sede di negoziazione. Questo spiega la larga diffusione di questi procedimenti, nonostante le riserve formulabili sotto il profilo della razionalità.

A ragione il valore patrimoniale dell'azienda oggetto di trasferimento viene considerato un «valore di riscontro» assai utile per orientare le negoziazioni concrete.

CAPITOLO III

METODI REDDITUALI

SOMMARIO: 14. Criteri informativi - 15. Metodo reddituale semplice - 16. Il reddito da capitalizzare - 17. Il tasso di capitalizzazione - 18. Riferimenti borsistici - 19. Metodo reddituale complesso - 20. Limiti.

14. Criteri informativi

I metodi reddituali si basano sul principio secondo il quale il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è determinato dalla sua capacità di produrre redditi.

Il ragionamento è lineare. L'impresa è un sistema di forze economiche volto alla produzione di beni e servizi per lo scambio. Scopo fondamentale dell'impresa è quello di conseguire un flusso di redditi da destinare alla remunerazione del capitale proprio in essa investito e degli eventuali servizi di lavoro e diversi apportati dal soggetto aziendale. Tale scopo può ritenersi raggiunto se le remunerazioni ottenute per questi fattori sono adeguate in rapporto alle correnti condizioni di mercato.

La valutazione dell'investimento in capitale proprio d'impresa, ciò posto, scaturisce da un confronto fra due parametri:

a) il flusso dei redditi attesi, per la parte che si giudica di pertinenza del capitale proprio (*parametro interno*);

b) il tasso corrente delle remunerazioni offerte dal mercato dei capitali, a parità di durata e rischio (*parametro esterno*).

Come vedremo il calcolo può essere condotto con metodologie diverse. I criteri generali sono però quelli ora precisati.

La logica dei metodi reddituali è dunque profondamente diversa dalla logica dei metodi patrimoniali, vista in precedenza. E si deve ammettere ben più fondata.

Il valore dell'azienda in esercizio è strettamente legato alla sua redditività. Un capitale investito in tanto assume valenza economica in quanto capace di produrre redditi. Il concetto, ben noto alla scienza economica generale¹, da tempo è stato accolto e sviluppato in termini operativi dalla dottrina economico-aziendale, in particolare da quella italiana².

La valutazione dell'azienda in base al reddito, sintetica e unitaria, di regola non comprende gli *investimenti accessori* (vale a dire non attinenti alla produzione tipica o caratteristica).

Di essi ci siamo già occupati nel capitolo precedente. Nelle imprese industriali e commerciali, cui rivolgiamo prevalentemente la nostra attenzione, si considerano tali gli investimenti in terreni e fabbricati civili, in titoli a reddito fisso pubblici e privati e in partecipazioni non maggioritarie nel capitale di altre aziende. Come si ricorderà, le caratteristiche principali di questi cespiti sono l'«autonomia di valore» e la «liquidabilità» (ovviamente in senso relativo).

Date queste caratteristiche, in generale si ritiene opportuno considerare gli investimenti accessori a parte e procedere ad una loro stima analitica a valori correnti, secondo i criteri a suo tempo precisati³. Il reddito che da essi promana non sempre è espressivo del loro reale valore di scambio (si pensi a un terreno che può avere un valore elevato, specie se si tratta di area fabbricabile, a fronte di un reddito modesto o nullo). Il trattamento separato degli investimenti accessori appare dunque pienamente giustificato.

¹ Cfr. I. FISHER, *The nature of capital and income*, New York 1906; P. A. SAMUELSON, *Economics*, New York 1948; L. AMOROSO, *Le leggi naturali dell'economia politica*, Torino 1961.

² Per tutti si veda ZAPPA, *Il reddito di impresa*, pp. 82 e seg.

³ V. *supra*, § 10.

15. Metodo reddituale semplice

Il metodo reddituale semplice assimila il complesso aziendale, oggetto di valutazione sintetica, a un capitale investito che produce un flusso di redditi annui costanti per tempo illimitato.

Poste queste premesse, la valutazione dell'azienda viene condotta applicando la formula matematica del valore attuale della rendita perpetua. In simboli:

$$V = \frac{R}{i}$$

in cui:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio,

R = reddito annuo prospettico (espressione di durevole redditività del capitale proprio),

i = tasso di capitalizzazione.

Come precisato, gli investimenti accessori sono valutati a parte.

Il valore di stima ricercato corrisponde dunque alla «capitalizzazione finanziaria» dei presumibili redditi futuri, supposti costanti, ad un tasso congruo in rapporto alle condizioni di mercato e per un periodo di tempo illimitato.

Lo schema di calcolo, assai lineare, comporta due grosse semplificazioni.

La prima semplificazione riguarda la costanza dei redditi annui attesi. Si tratta di un'ipotesi in netto contrasto con la realtà aziendale, caratterizzata dalle alterne vicende della gestione nelle successive fasi del ciclo di vita dell'impresa. L'adozione di un dato di «reddito annuo normalizzato», espressione di durevole redditività del capitale proprio, tende a mediare il variabile andamento della gestione e quindi a superare, in qualche modo, l'ostacolo. La forzatura è comunque evidente.

La seconda semplificazione riguarda la durata illimitata della vita aziendale, ipotesi anch'essa in netto contrasto con la realtà. Qui però la forzatura sul piano dei risultati è meno evidente in quanto, ai tassi di capitalizzazione solitamente adottati e per tempi superiori ai 20-25 anni, il valore attuale della rendita perpetua si avvicina al valore attuale della rendita temporanea⁴. Per durate di vita

aziendale più limitate il divario fra i due valori attuali è invece sensibile, ma può ritenersi grosso modo compensato dal presumibile valore di liquidazione del capitale finale, anch'esso attualizzato, valore che nella circostanza non può essere trascurato.

La formula di capitalizzazione sopra indicata ha dunque validità generale. Essa è applicabile in linea di massima a tutte le aziende oggetto di trasferimento, comprese quelle con vita limitata purché abbastanza duratura.

Del resto la formula stessa può anche essere letta come soluzione per V dell'equazione

$$1 : i = V : R$$

equazione che, prescindendo da considerazioni di tempo, esprime il valore di stima dell'azienda in funzione del reddito annuo atteso (parametro interno) e del tasso corrente di mercato a parità di durata e rischio (parametro esterno).

Nelle pagine seguenti saranno affrontati i principali problemi connessi alla determinazione di R e di i . Fermo restando che, trattandosi di parametri valutativi posti a confronto, occorre assicurare la piena coerenza fra le rispettive configurazioni adottate.

Il valore di stima ottenuto con questo metodo viene indicato come valore reddituale semplice dell'azienda in esercizio.

16. Il reddito da capitalizzare

I caratteri della configurazione di reddito da assumere a fondamento del calcolo possono essere indicati come segue.

Anzitutto occorre precisare che si fa riferimento alla nozione di reddito prelevabile senza compromettere l'equilibrato svolgimento economico della gestione, reddito in parte destinato a effettiva distribuzione e in parte reinvestito nell'azienda per sostenerne lo sviluppo ed accrescerne la produttività. Fra le diverse nozioni di reddito formulabili (reddito prodotto, reddito prelevabile, reddito prelevato ecc.) la nozione indicata è certamente la più idonea per

⁴ Un'interessante tabella è presentata al riguardo in GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 98.

gli scopi che qui si considerano. Su questo punto esiste notevole concordanza di vedute⁵.

La configurazione ricercata è quella di *reddito annuo prospettico*, espressione di durevole redditività aziendale. Tutto questo secondo le ipotesi che il valutatore ritiene di poter formulare circa i futuri sviluppi della gestione, tenuto conto di tutte le potenzialità presenti nell'azienda anche se non ancora espresse.

Deve poi trattarsi di una configurazione di *reddito medio-normale*, intesa questa espressione nel duplice significato di reddito calcolato con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione (escludendo quindi le situazioni particolarmente favorevoli e sfavorevoli) e di reddito calcolato operando una congrua redistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche a costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.). La «normalizzazione» dei redditi annui attesi che ne consegue rappresenta uno degli aspetti tipici del procedimento in esame.

Ancora deve trattarsi di una configurazione di *reddito espresso in potere d'acquisto costante*, con riferimento alla data della negoziazione. Date le caratteristiche del metodo reddituale semplice, in condizioni di inflazione l'adozione di una misura di reddito annuo atteso non influenzata dall'erosione monetaria facilita notevolmente i calcoli, già abbastanza complicati. A nostro avviso per il metodo in parola questa è la soluzione più valida tenuto conto delle difficoltà insite nella previsione del futuro andamento dell'inflazione. Su questo punto non sempre le opinioni sono concordanti⁶.

Il reddito stesso deve infine essere configurato senza tener conto dei proventi netti degli investimenti accessori (considerati separatamente) e *al netto* dei compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio (compensi per il lavoro del soggetto aziendale ecc.) e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

⁵ Cfr. MASINI, *L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda*, p. 87; VIGANÒ, *La natura del valore economico del capitale di impresa e le sue applicazioni*, p. 45; FRATTINI, *Il valore di acquisizione delle aziende in funzionamento*, p. 90.

⁶ Cfr. MASSARI, *Il valore «di mercato» delle aziende*, pp. 11 e seg.

Modalità di calcolo

La determinazione del reddito da capitalizzare, nella configurazione sopra precisata, incontra di fatto notevoli difficoltà. Il processo logico attraverso il quale si quantifica la grandezza di tale reddito può essere distinto in tre momenti significativi, ciascuno dei quali richiede varie precisazioni.

A) Il primo momento riguarda l'*analisi della gestione passata*, punto di partenza per ogni determinazione come questa rivolta al futuro.

Si comincia con l'esame di un numero sufficientemente esteso di conti economici di esercizi precedenti (compreso quello della frazione d'anno già trascorsa nell'ipotesi di trasferimento in corso d'esercizio) al fine di individuare la serie storica dei redditi passati e dei componenti che hanno concorso alla loro formazione.

La capacità informativa di questi documenti di base dipende chiaramente dal loro grado di correttezza, formale e sostanziale. Come già abbiamo visto trattando dei metodi patrimoniali, in via preliminare è sempre opportuno procedere a una revisione generale dei valori contabili volta a riconoscere le possibili alterazioni in essi presenti (alterazioni dovute all'applicazione di norme tributarie non in linea con i corretti principi contabili, alterazioni conseguenti all'adozione di politiche di bilancio più o meno censurabili, alterazioni dovute a cause varie) e ad apportare i richiesti aggiustamenti⁷.

In *periodi d'inflazione* particolare attenzione va poi rivolta alle distorsioni dei valori di bilancio prodotte dalla lievitazione dei prezzi. Come noto, le principali distorsioni del conto economico conseguenti all'inflazione riguardano le quote d'ammortamento, i «consumi» e gli interessi attivi e passivi. Ora, trattandosi di rettifiche da applicare a più documenti, per non complicare eccessivamente il lavoro di rettifica, conviene concentrare l'attenzione su queste poste⁸.

In sintesi, la rettifica delle quote d'ammortamento richiede la determinazione dei valori correnti delle immobilizzazioni alla data

⁷ V. *supra*, § 9.

⁸ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 120 e seg.

del bilancio e quindi il calcolo su questi delle nuove quote annue, che risulteranno di conseguenza più elevate. Si tratta dunque di una rettifica di segno negativo in quanto aumenta i componenti negativi del risultato d'esercizio.

La rettifica dei «consumi» (voce composita comprendente le rimanenze iniziali, gli acquisti e in detrazione le rimanenze finali) si rende necessaria qualora le rimanenze stesse siano state valutate con criteri diversi dal costo LIFO. L'adozione di quest'ultimo criterio costituisce infatti un parziale correttivo per l'inflazione, in quanto a parità di quantità in rimanenza iniziale e finale tende ad evitare la rilevazione di utili fittizi. Nel caso in cui la rettifica in parola debba essere effettuata, anch'essa assume segno negativo nei confronti del risultato d'esercizio.

La rettifica degli interessi attivi e passivi (espliciti e impliciti) si rende infine opportuna dal momento che in condizioni d'inflazione questi componenti di reddito tendono a lievitare a causa della più elevata misura dei tassi d'interesse, tesa a recuperare la perdita di potere d'acquisto delle somme prestate. In luogo di rettifiche distinte nelle singole posizioni, è preferibile operare una rettifica globale sulla situazione monetaria netta, pari alla differenza fra le attività monetarie (mezzi liquidi e crediti in moneta di conto) e le passività monetarie (debiti in moneta di conto). Applicando al valore medio annuo della situazione monetaria netta il tasso d'inflazione dell'anno corrispondente, si ottiene la rettifica ricercata, che assume segno negativo nei confronti del risultato d'esercizio in caso di eccedenza delle attività monetarie sulle passività monetarie e segno positivo in caso opposto (come più spesso accade).

L'esame dei conti economici degli esercizi trascorsi, rettificati come precisato, va integrato con opportune *analisi di bilancio*, in particolare quelle svolte mediante quozienti. Il raggruppamento di questi per filoni orientati a distinti scopi conoscitivi consente di indirizzare più puntualmente le indagini sull'andamento della gestione e sulle sue tendenze. Particolarmente adatte allo scopo sono le analisi economiche, e tra queste quelle volte ad approfondire l'andamento reddituale della gestione tipica, senza però disconoscere l'importanza delle analisi finanziarie⁹.

⁹ V. *postea*, § 33.

B) Il secondo momento della determinazione prevede l'*analisi delle prospettive di gestione*, nel quadro delle ipotesi che il valutatore ritiene di poter formulare.

Il lavoro, certamente più complesso di quello precedente, deve necessariamente muovere da uno studio delle tendenze di fondo della congiuntura generale, per poi considerare le prospettive di mercato del settore ove l'azienda opera e quindi prefigurare il posizionamento dell'azienda nel settore.

Occorrerà stabilire se le linee di sviluppo emerse dall'analisi della gestione passata sono destinate a permanere o a modificarsi, e nella seconda ipotesi in quale direzione. In dettaglio, andrà analizzato il possibile andamento delle vendite, delle produzioni variamente articolate e degli approvvigionamenti, nonché la dinamica dei prezzi-ricavi e dei prezzi-costi corrispondenti.

Nella fase ora descritta assume grande rilievo la «programmazione aziendale formalizzata», presente oggi in numerose aziende. I *piani pluriennali* (previsioni di massima a medio e lungo termine) e il *budget annuale* (previsione analitica per l'esercizio successivo) possono fornire informazioni assai significative, anche se non esenti da limiti.

La programmazione formalizzata, si osserva da più parti, non sempre riflette le attese economiche di chi guida l'azienda, essendo di solito rivolta alla formulazione di obiettivi da perseguire, coordinando nei modi opportuni risorse disponibili e comportamenti. Talvolta si tratta di traguardi non facili da raggiungere, fissati con un certo ottimismo a scopi d'incentivo. L'utilizzazione delle informazioni offerte dalla programmazione formalizzata non può trascurare questi limiti, destinati peraltro ad assumere peso maggiore quanto più si estende l'orizzonte temporale di riferimento¹⁰.

Trattandosi di *valutazioni di acquisizione* per aziende in procinto di essere inserite in complessi maggiori, assume inoltre notevole rilievo l'analisi delle più efficienti vie gestionali che potranno essere percorse nel nuovo contesto aziendale e dei vantaggi ottenibili in termini di sinergie. Queste però sono considerazioni proprie delle stime particolari¹¹. Si osserva in proposito che il maggior valore

¹⁰ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 115-16.

¹¹ V. *supra*, § 4.

derivante da possibili cambiamenti di questo tipo è un elemento che il potenziale acquirente deve includere nella definizione dei propri giudizi di convenienza, non già un fattore del valore generale dell'azienda così come si presenta al momento della negoziazione¹².

C) Il complesso lavoro di analisi sopra illustrato pone le basi per la composizione di un *conto economico prospettico* volto ad esprimere il reddito da capitalizzare, terzo momento della determinazione.

Il conto economico in parola va riferito ad un ipotetico esercizio futuro, mediamente rappresentativo delle tendenze di gestione. Trattandosi di un calcolo orientativo, può essere utile seguire la «forma scalare riassuntiva» seguente:

Conto economico prospettico

- 1 - Vendite nette
- 2 - Consumi (Rimanenze iniziali + Acquisti - Rimanenze finali)
- 3 - Lavori, forniture e servizi dall'esterno
- 4 - Altri costi di gestione
- 5 - Valore aggiunto (1 - 2 - 3 - 4)
- 6 - Costi di lavoro
- 7 - Ammortamenti
- 8 - Reddito operativo (5 - 6 - 7)
- 9 - Proventi e oneri finanziari
- 10 - Proventi e oneri straordinari (livellati)
- 11 - Reddito prima delle imposte (8 ± 9 ± 10)
- 12 - Imposte sul reddito
- 13 - Reddito netto (11 - 12)
- 14 - Partecipazioni agli utili e oneri figurativi vari
- 15 - Reddito da capitalizzare (13 - 14)

La configurazione di reddito ricercata, ricordiamo, è quella di reddito prelevabile, annuo prospettico (appunto), medio-normale (nel duplice significato precisato), espresso in potere d'acquisto costante, al netto dei proventi degli investimenti accessori, di pertinenza del capitale proprio.

I componenti positivi e negativi rappresentati nel conto economico prospettico debbono pertanto essere stimati con criteri idonei

¹² Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 118.

a pervenire a questa configurazione di reddito. Quantità e valori considerati debbono essere rispondenti a tale scopo.

Il procedimento valutativo in esame attribuisce primaria importanza alla presunta capacità di reddito dell'azienda da valutare, ma è evidente che la stima di diversi componenti di reddito presuppone una adeguata considerazione della struttura patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita. Questo vale in particolare per gli *oneri finanziari*, la cui misura è direttamente legata alla composizione degli impieghi e delle fonti di capitale all'epoca del trasferimento.

Il problema degli oneri finanziari assume notevole peso nei casi in cui la struttura patrimoniale esistente risulta inadeguata al raggiungimento dell'ipotizzato livello di reddito. Essa può presentare, ad esempio, scorte insufficienti, impianti vecchi e come tali prossimi al rinnovo, elevato e mal distribuito volume di debiti.

Queste condizioni rendono di solito necessaria l'immissione di «capitali addizionali», la cui grandezza non può non influire sul valore di stima dell'azienda considerata. Due sono le soluzioni in questi casi adottabili.

Una prima soluzione comporta la stima degli oneri finanziari relativi a tali capitali addizionali e la loro imputazione al conto economico che esprime il reddito da capitalizzare. Una seconda soluzione preferisce evitare il complesso calcolo di detti oneri, considerando piuttosto il fabbisogno aggiuntivo di capitale come elemento da portare in detrazione dalla valutazione in base al reddito.

La prima soluzione sembra più consona alle situazioni aziendali in cui si richiedono capitali addizionali per importi non troppo elevati. La seconda soluzione si addice agli altri casi, ivi compreso quello delle «aziende in perdita». Di questo argomento ci occuperemo ampiamente in seguito.

Indicazioni empiriche

Questi sono i principali nodi da sciogliere in sede di determinazione del reddito da capitalizzare. Il problema è certamente assai complicato. Le indicazioni precedenti valgono in genere come suggerimenti di massima.

La pratica cerca spesso di semplificare le elaborazioni ricorren-

do a «soluzioni convenzionali», suggerite dall'esperienza e dal buon senso. Chiaramente si tratta di soluzioni discutibili.

Una di queste consiste nel fondare il processo di capitalizzazione su una misura di «reddito annuo normalizzato» corrispondente alla media aritmetica di alcuni redditi storici e prospettici opportunamente individuati.

I redditi storici inclusi nel calcolo sono rettificati (e se necessario allineati monetariamente) secondo le indicazioni sopra formulate. Da essi vengono inoltre esclusi i proventi netti degli investimenti accessori, le partecipazioni agli utili spettanti a terzi e i compensi figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio, mentre i proventi e oneri straordinari vengono assunti per importi livellati.

I redditi prospettici, configurati con criteri analoghi, sono tratti dalla programmazione aziendale formalizzata (ove disponibile) o anche ottenuti con accorte proiezioni dei risultati passati nel futuro (proiezioni composte variando uno o più fattori rilevanti, come il volume delle vendite, il costo del lavoro e così via).

Gli esercizi presi in considerazione ai fini del calcolo tendono a coprire un ciclo di medio periodo (tre o quattro anni, ad esempio) in parte già trascorso e in parte da trascorrere. La media aritmetica calcolata sui redditi dei successivi esercizi può essere semplice o ponderata. In quest'ultimo caso vengono di solito attribuiti pesi maggiori ai redditi degli esercizi più vicini all'epoca della valutazione e perciò più attendibili.

La soluzione empirica ora prospettata è per più versi criticabile, anche se deve riconoscersi che il reddito da capitalizzare ottenuto per questa via non è del tutto privo di fondamento.

17. Il tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione esprime in generale il rapporto fra reddito e capitale ritenuto congruo per l'investimento in capitale proprio d'impresa alla luce delle correnti condizioni di mercato.

L'investimento in capitale proprio d'impresa è per sua natura durevole e soggetto a rischi rilevanti. Il tasso da assumere a base

della valutazione riflette le attese di remunerazione dell'investitore, reale o potenziale, tenuto conto del livello normale delle remunerazioni riconosciute dal mercato dei capitali, variamente articolato, per investimenti simili per durata e grado di rischio.

La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce il nodo principale del procedimento valutativo in esame. Piccole differenze nella scelta di tale parametro si riflettono in misura considerevole sul valore di stima ricercato.

Modalità di calcolo

La determinazione del tasso di capitalizzazione pone problemi non indifferenti. Il calcolo è abbastanza complesso, talché risulta opportuno procedere per approssimazioni successive.

A) Il punto di partenza è costituito dalla stima del *tasso di puro interesse*, con specifico riferimento alle condizioni di luogo e tempo in cui si svolge la negoziazione.

L'interesse, come noto, è il compenso per la rinuncia a disporre per un dato periodo di tempo di un capitale (in breve il prezzo per l'uso di un capitale). Il tasso di puro interesse, ricercato in questa prima fase del calcolo, è precisamente quello riguardante gli impieghi di capitali a rischio nullo (o pressoché tale).

Il tasso in parola varia entro certi limiti da luogo a luogo e di tempo in tempo, essendo legato alle mutevoli condizioni del mercato dei capitali (domanda e offerta), a loro volta dipendenti da fattori molteplici. Nondimeno si tratta di un tasso determinabile con buona attendibilità.

Un termine di riferimento significativo è rappresentato dal rendimento dei titoli del debito pubblico a scadenza non breve. Per coerenza con la figura di reddito annuo prospettico assunto a base della capitalizzazione, il tasso medio corrente di rendimento di tali titoli, opportunamente determinato, va poi depurato come segue.

In primo luogo va assunto al netto dell'erosione monetaria, qualora presente. Come sappiamo, in tempi d'inflazione i tassi d'interesse subiscono una maggiorazione volta a recuperare la perdita di potere d'acquisto delle somme prestate. Ora, poiché il reddito da capitalizzare viene di regola espresso in moneta a potere

d'acquisto costante con riferimento alla data della negoziazione¹³, anche il tasso di capitalizzazione deve essere depurato della componente inflazionistica, appositamente stimata. In altre parole deve trattarsi di un «tasso reale».

In secondo luogo il tasso stesso va determinato tenendo conto delle imposte sul reddito ad esso afferenti. Qui però il discorso si complica in quanto, di fatto, la tassazione del reddito d'impresa assume connotazioni diverse secondo la forma giuridica dell'impresa di cui si tratta. Come regola generale si può affermare che il tasso di puro interesse va assunto al netto delle imposte sul reddito nella misura in cui queste sono già state incluse nella determinazione del reddito da capitalizzare.

Il tasso di puro interesse, così determinato, costituisce il «tasso-base».

B) In seconda approssimazione il tasso di puro interesse va maggiorato in misura congrua a titolo di *premio per il rischio generale d'impresa*. L'investitore in capitale proprio assume in primo piano tale rischio e pertanto risponde ad equità l'ottenimento di una remunerazione più elevata del semplice interesse sul capitale.

Il rischio generale d'impresa risiede, come noto, nell'eventualità di subire perdite di gestione che intaccano il capitale proprio e la sua remunerazione (come si dice, l'investitore fornisce un capitale certo contro redditi futuri incerti). Con varia intensità questo rischio è presente in ogni attività produttiva e quindi in ogni impresa.

I fattori del rischio in parola sono molteplici. Quelli più significativi possono essere indicati come segue:

a) *fattori generali* (situazione politico-sociale del Paese ove l'azienda opera, congiuntura economica, inflazione in atto ecc.);

b) *fattori settoriali* (struttura del settore produttivo di appartenenza, condotta di mercato dei concorrenti, condizioni varie d'instabilità del settore ecc.);

c) *fattori aziendali* (variabilità dei risultati operativi dell'azienda da valutare, solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità ecc.);

¹³ Cfr. *supra*, § 16.

d) *fattori speciali* (stati giuridici particolari dell'azienda stessa quali l'amministrazione controllata e la liquidazione, regime vincolistico dei prezzi ecc.).

La maggiorazione da applicare al tasso di puro interesse va dunque commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio. La valutazione richiesta è certamente non facile.

La dottrina indica in proposito tre possibili soluzioni¹⁴.

1) *Valutazione soggettiva*. La maggiorazione del tasso-base viene desunta da un apprezzamento complessivo del rischio generale d'impresa basato sulla cultura, sull'intuito e sull'esperienza del valutatore. Data la complessità del fenomeno si ritiene opportuno valutare l'intensità del rischio per via globale. È la soluzione più diffusa, anche se per definizione priva di ogni supporto oggettivo. Non comporta alcuna dimostrazione delle componenti di rischio prese in considerazione e quindi non consente alcun riscontro analitico delle decisioni assunte.

2) *Valutazione analitico-quantitativa*. Consiste nell'individuazione delle principali componenti del rischio generale d'impresa, nella loro misurazione per zone di variabilità e quindi nella sintesi di tali misurazioni attribuendo ad esse appropriati pesi. L'intento analitico è certamente apprezzabile. Di fatto però la scelta, la quantificazione, la ponderazione delle componenti di rischio si basano largamente su ipotesi arbitrarie. Aumentano le difficoltà del calcolo senza di solito condurre a risultati più consistenti.

3) *Valutazione comparativa*. La maggiorazione del tasso-base viene desunta da altre negoziazioni d'azienda, per le quali si conoscono redditività presunte e prezzi negoziati. Da questi dati è possibile desumere per ciascuna negoziazione il tasso di capitalizzazione assunto e per differenza la maggiorazione implicita per il rischio generale d'impresa. Deve comunque trattarsi di aziende confrontabili sotto il profilo del rischio, il che è raramente verificabile. Questo è il principale limite di tale soluzione. Della validità dei

¹⁴ Le indicazioni seguenti sono tratte in particolare da GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 105-07.

valori espressi dalle borse per gli scopi che qui si considerano diremo più avanti.

Tutto sommato, dunque, la soluzione più opportuna è rappresentata dalla valutazione globale soggettiva della maggiorazione in esame. Le altre soluzioni, laddove applicabili, possono servire come analisi complementari.

C) In terza approssimazione il tasso ottenuto secondo le indicazioni precedenti va ulteriormente maggiorato per tener conto delle possibili *difficoltà di smobilizzo dell'investimento in capitale proprio*, qualora tale smobilizzo si rendesse necessario.

Si tratta di una sorta di rischio d'illiquidità dell'investimento, diverso da azienda ad azienda, legato a fattori vari (dimensione dell'azienda, tipo di attività svolta, quotazione nelle borse valori ecc.). Anche questo rischio deve essere adeguatamente considerato ai fini della valutazione.

La maggiorazione da applicare al tasso di capitalizzazione per le difficoltà di smobilizzo in questione può essere valutata con criteri analoghi a quelli indicati per la maggiorazione per il rischio generale d'impresa vista in precedenza.

Indicazioni empiriche

Data la complessità del calcolo, anche per la stima del tasso di capitalizzazione la pratica ricorre spesso a «soluzioni convenzionali», basate sull'esperienza e sul buon senso.

Una di queste consiste nell'assumere il doppio del tasso di puro interesse come tasso di capitalizzazione in condizioni di rischio normali (rischio generale d'impresa e rischio d'illiquidità del capitale insieme considerati) e quindi nell'applicare al tasso così ottenuto una contenuta variazione in più o in meno in relazione alla maggiore o minore intensità del rischio stesso rispetto alla norma.

Ad esempio, per un tasso di puro interesse pari al 5% (depurato dalle aspettative d'inflazione) si potrebbe avere un campo di variazione dall'8% al 12%, entro il quale fissare il tasso di capitalizzazione in rapporto alla reale situazione di rischio. Chiaramente si tratta di indicazioni generiche, da assumere come primo orientamento.

Questa soluzione trova grosso modo conferma nei suggerimenti empirici richiamati, con le dovute cautele, da vari autori che si sono occupati dell'argomento¹⁵.

Anche coloro che, sempre a titolo indicativo, consigliano di abbattere il reddito annuo prospettico del 30% circa per tener conto del rischio generale d'impresa («procedimento di Stoccarda») e di maggiorare il tasso di puro interesse dal 25% al 50% per tener conto del rischio d'illiquidità del capitale¹⁶, tutto sommato pervengono a risultati che non si discostano molto da quelli della soluzione sopra indicata.

18. Riferimenti borsistici

I giornali finanziari pubblicano regolarmente per le società quotate in borsa alcuni «indicatori» che, correttamente interpretati, possono avere qualche rilevanza per le valutazioni d'azienda.

Il più noto è il rapporto

$$\frac{P}{E}$$

in cui:

P = prezzo dell'azione (*price*)

E = utile annuo più recente diviso per il numero delle azioni (*earning*).

Il prezzo della singola azione è espresso dalle correnti quotazioni. L'utile per azione è quello dell'ultimo bilancio, possibilmente rettificato mediante esclusione dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze realizzate, rettifiche a costi e ricavi di precedenti esercizi ecc.).

Il rapporto in questione serve come termine di riferimento per le scelte degli operatori. Adeguatamente vagliato, può suggerire in

¹⁵ Cfr. D'IPPOLITO, *L'avviamento*, p. 35; BOSISIO, *Il valore di avviamento*, p. 37; RETAIL, *L'évaluation des entreprises*, pp. 83 e seg.; BRILMAN, GAULTIER, *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, p. 196.

¹⁶ Cfr. VIEL, BREDT, RENARD, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, p. 72 (soluzione accolta come vedremo dalla U.E.C. nelle sue prime raccomandazioni del 1960).

prima approssimazione l'opportunità di procedere a investimenti o disinvestimenti in determinati titoli.

Ai fini delle valutazioni d'azienda con il metodo reddituale che qui si considera, il *P/E* viene talora utilizzato come *reciproco del tasso di capitalizzazione*, per cui la formula valutativa diventa:

$$V = R \cdot \frac{P}{E}$$

ove:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio

R = reddito annuo prospettico, come sopra definito

P/E = rapporto prezzo/utile del settore di appartenenza.

Il *P/E* di settore funge così da «coefficiente moltiplicativo» del reddito atteso per ottenere il valore dell'azienda oggetto di trasferimento. Per un *P/E* di settore pari a 8, corrispondente a un tasso di capitalizzazione del 12,5%, il valore dell'azienda considerata equivale a 8 volte il suo reddito annuo prospettico.

A ben vedere si tratta di una soluzione valutativa alquanto discutibile. Questo per varie ragioni.

In primo luogo i prezzi di borsa assunti per il calcolo del *P/E* variano in funzione di molteplici fattori, non tutti riconducibili alla capacità di reddito delle rispettive società. A suo tempo sono stati precisati i limiti delle quotazioni espresse dalle borse valori in ordine alla valutazione economica delle aziende corrispondenti¹⁷.

In secondo luogo gli utili annuali considerati nel calcolo del *P/E* sono dati che appartengono al passato. Anche se rettificati, come sopra precisato, non riflettono le prospettive economiche delle rispettive società, o comunque le riflettono solo in parte.

In terzo luogo il *P/E* assunto come coefficiente moltiplicativo riguarda un campione di società quotate e solo in via sommaria può essere valido per altre aziende che, pur appartenendo allo stesso settore, presentano redditività e livelli di rischio diversi, specie se si tratta di aziende non quotate.

La soluzione valutativa ora presentata è abbastanza diffusa nei paesi ove i mercati borsistici sono assai estesi. Allo stato attuale

¹⁷ V. *supra*, § 6.

per l'Italia si tratta di una soluzione utilizzabile soltanto come *informazione ausiliaria*.

Altri indicatori borsistici consultabili (come il rapporto *prezzo/cash flow* ed il rapporto *prezzo/capitale netto*) sono illustrati nelle pubblicazioni specialistiche, a cui rinviamo¹⁸.

19. Metodo reddituale complesso

Si propone concettualmente come tentativo di perfezionamento del metodo reddituale semplice, fondato su una più analitica considerazione del futuro andamento economico della gestione. Anzi che capitalizzare un reddito normalizzato atteso, espressione di durevole rendimento del capitale proprio, come indicato nelle pagine precedenti, il metodo reddituale complesso tende ad attualizzare i redditi attesi anno per anno, fin dove le previsioni lo consentono.

Aumentano notevolmente le difficoltà di calcolo, ma in determinati casi si perviene a risultati più puntuali. Questi almeno sono gli intendimenti.

L'Unione europea degli esperti contabili, economici e finanziari (U.E.C.) nelle sue ultime raccomandazioni sull'argomento¹⁹ suggerisce l'adozione di questo metodo. Lo presentiamo qui di seguito secondo le indicazioni fornite da tale associazione.

La base più appropriata per la valutazione delle aziende oggetto di trasferimento è data dalla programmazione formalizzata. Il metodo reddituale complesso è applicabile nelle aziende che operano sul fondamento di accurati piani e programmi di gestione.

Sulla base di questi documenti può essere utile scomporre l'orizzonte economico dell'azienda da valutare in fasi caratterizzate da un diverso grado di prevedibilità:

Fase 1: comprende un primo periodo (da 1 a 3 anni solitamente) per il quale è possibile formulare previsioni analitiche abbastanza attendibili, con redditi annui attesi individuati singolarmente.

¹⁸ Cfr. BERTONI, BINI, MASSARI, *Gli indicatori di borsa. Esperienze straniere ed applicazioni per l'Italia, passim*.

¹⁹ Cfr. U.E.C., *Recommandation sur les procédures à suivre par les experts comptables en matière d'évaluation d'entreprises*, dicembre 1980.

Fase 2: abbraccia un successivo periodo (fino a 5 anni ad esempio) per il quale, partendo dalle tendenze emerse nel primo periodo, si esprimono prospettive di medio andare, con redditi annui attesi più o meno attendibili.

Fase 3: comprende un ulteriore periodo (in genere illimitato) per il quale, tenuto conto degli sviluppi ultimi del periodo precedente, si può formulare una congettura di reddito annuo stabilizzato, genericamente conseguibile.

L'analisi della gestione futura per fasi va applicata in modo appropriato caso per caso. La fase 2 non sempre è identificabile.

Ciò posto, la valutazione dell'azienda oggetto di trasferimento discende da un processo di attualizzazione dei redditi attesi anno per anno per la fase 1 e per la fase 2 (sempreché identificabile), mentre per la fase 3 si tratta di calcolare il valore capitale di una rendita perpetua differita pari al reddito annuo stabilizzato stimato per tale fase.

In simboli dunque:

$$V = R_1(1+i)^{-1} + R_2(1+i)^{-2} + \dots + R_m(1+i)^{-m} + \frac{R}{i}(1+i)^{-m}$$

in cui:

- V = valore di stima dell'azienda in esercizio
 R_1, R_2, \dots, R_m = redditi annui attesi per la fase 1 e per la fase 2 se esiste
 R = reddito annuo stabilizzato atteso per la fase 3
 i = tasso di attualizzazione.

Anche in questo metodo gli investimenti accessori sono valutati a parte a valori correnti di sostituzione. Il tasso di attualizzazione è quello prevalente sul mercato per investimenti analoghi per durata e rischio.

Redditi da attualizzare e tasso di attualizzazione vanno assunti in *piena coerenza per quanto attiene alle prospettive d'inflazione*. Trattandosi in larga parte di previsioni definite, spesso questi parametri sono stimati al lordo dell'erosione monetaria. Per tutto il resto vale quanto detto in precedenza per il metodo reddituale semplice.

Il metodo reddituale complesso, nella versione sopra presentata o in altra analoga, può essere utilmente applicato nelle aziende che

si trovano in fasi particolarmente favorevoli o sfavorevoli della loro gestione.

Il valore ottenuto con questo metodo può essere indicato come *valore reddituale complesso* dell'azienda oggetto di trasferimento.

20. Limiti

I metodi reddituali si fanno apprezzare per la fondatezza dei criteri generali assunti a base della valutazione. L'azienda oggetto di trasferimento viene valutata in funzione della sua capacità di produrre redditi. Il ragionamento è valido, anche se per certi versi parziale, in quanto restano in ombra alcuni aspetti della realtà aziendale che, se pur in subordine, non possono essere trascurati nel giudizio finale.

I maggiori limiti dei metodi reddituali risiedono comunque nelle *incertezze e difficoltà* presenti nelle successive fasi di elaborazione.

Il «metodo reddituale semplice» richiede la stima del reddito medio-normale prospettico, espressione di durevole redditività del capitale proprio, e del tasso di capitalizzazione, espressione del livello corrente delle remunerazioni riconosciute dal mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e rischio. Nelle pagine precedenti sono emerse chiaramente le incertezze e difficoltà di determinazione di questi parametri e la frequente necessità di ricorrere a soluzioni empiriche, utili certamente, ma sempre discutibili. Lo stesso algoritmo utilizzato, basato come sappiamo su ipotesi semplificatrici, non è esente da critiche.

Nel «metodo reddituale complesso» le incertezze e difficoltà di determinazione aumentano notevolmente, dovendosi procedere a stime di redditi attesi anno per anno, fin dove possibile, stime che, per quanto legate a piani e programmi disponibili, risultano largamente discrezionali o soggettive. Del resto si tratta di un metodo che solo in casi particolari può essere applicato con fondamento.

La stessa valutazione analitica degli investimenti accessori presenta problemi non trascurabili, a suo tempo precisati.

Rispetto ai metodi patrimoniali, dunque, i metodi reddituali si caratterizzano per una maggiore razionalità d'impostazione, che però si accompagna a maggiori incertezze e difficoltà applicative. Tutto questo va adeguatamente ponderato in sede di stima finale.

CAPITOLO IV

METODI FINANZIARI

SOMMARIO: 21. Criteri informativi - 22. Metodo dei flussi monetari netti disponibili - 23. Metodo dei flussi monetari operativi - 24. Limiti.

21. Criteri informativi

I metodi finanziari rappresentano un'applicazione delle moderne tecniche di «analisi economica degli investimenti»¹.

L'acquisizione di un'azienda in esercizio, in una delle diverse forme a suo tempo precisate, comporta un impiego di risorse (investimento) a fronte del quale l'acquirente conta di ottenere flussi monetari futuri derivanti dai dividendi che saranno assegnati nel periodo di detenzione e dal realizzo dell'azienda stessa al termine di tale periodo (disinvestimento).

Il valore dell'azienda ai fini dell'acquisizione è definito dal valore attuale dei flussi monetari futuri ora menzionati, calcolato a tasso tale da assicurare un'adeguata remunerazione alle risorse impiegate.

In sintesi questa è la logica dei metodi finanziari. Rispetto ai metodi reddituali, visti in precedenza, i punti di diversità sono notevoli.

In primo luogo il calcolo è basato esclusivamente sui movimenti

¹ Per tutti si può vedere VAN HORNE, *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, pp. 149 e seg.

finanziari connessi all'operazione. Il flusso monetario in uscita inizialmente richiesto per acquisire l'azienda viene contrapposto ai flussi monetari in entrata successivamente provenienti dai dividendi e dal realizzo terminale, flussi resi omogenei attraverso il calcolo di attualizzazione. Tutte le variabili che determinano il valore dell'azienda sono considerate, senza omissioni e duplicazioni. Il procedimento è perfettamente razionale².

In secondo luogo l'orizzonte temporale dell'analisi è finito. Nei metodi reddituali si suppone che l'azienda abbia vita illimitata, contando anche sul fatto che, dopo un certo numero di anni, l'abbattimento dei valori causato dall'attualizzazione rende le differenze di durata poco significative. Questa ipotesi pecca però di coerenza e realismo. La delimitazione dell'orizzonte temporale tipica dei metodi finanziari si dimostra particolarmente opportuna nei casi in cui il realizzo terminale, spesso crescente nel tempo, assume peso notevole rispetto ai dividendi³.

In terzo luogo il calcolo è condotto su valori variabili anno per anno, così da rispecchiare il reale andamento dei flussi monetari attesi, tenendo anche conto della specifica fase del ciclo di vita dell'azienda (fase di rapido sviluppo, fase di normale espansione, fase di stazionarietà ecc.) compresa nell'orizzonte temporale dell'analisi. Il calcolo svolto su valori medi costanti proprio del metodo reddituale semplice è sotto questo profilo meno valido, specie se tali valori sono estrapolati dal passato con scarsa attenzione alle tendenze evolutive⁴.

Infine va precisato che i metodi finanziari esprimono *valutazioni nell'ottica dell'acquirente*, effettivo o potenziale. I flussi monetari attesi e il tasso di attualizzazione sono stimati con riferimento a scelte strategiche e piani operativi definiti, il che è possibile solo avendo riguardo ad uno specifico investitore. Le determinazioni svolte con questi metodi appartengono dunque tipicamente alle «valutazioni particolari»⁵.

² Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 14 e seg.

³ Cfr. BRUGGER, *Le decisioni finanziarie*, in «Trattato di finanza aziendale» a cura di G. PIVATO, p. 850.

⁴ Cfr. BRUGGER, *ibid.*, p. 852.

⁵ V. *supra*, § 4.

22. Metodo dei flussi monetari netti disponibili

Il metodo finanziario più puntuale è noto come «metodo dei flussi monetari netti disponibili».

Con questo metodo il valore dell'azienda ai fini dell'acquisizione è espresso dalla formula

$$V = \sum_1^n F_t(1+i)^{-t} + P_n(1+i)^{-n}$$

dove:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio

F_t = flusso monetario disponibile presso l'azienda nell'anno t per l'assegnazione dei dividendi (per t variabile da 1 a n)

P_n = prezzo di realizzo dell'azienda al tempo n

n = presumibile durata del periodo di detenzione

i = tasso di attualizzazione.

Anche in questo metodo gli investimenti accessori (immobili civili, titoli a reddito fisso e variabile ecc.) sono valutati analiticamente a parte.

Il valore dell'azienda ai fini precisati è dunque misurato dal valore attuale dei flussi monetari a disposizione dell'azienda per erogare dividendi nel periodo di detenzione, più il valore attuale del presunto prezzo di realizzo dell'azienda stessa al termine di tale periodo. Il calcolo è assai lineare. Gli elementi su cui è fondato il calcolo presentano notevolissimi problemi di determinazione.

Il *flusso monetario anno per anno disponibile* presso l'azienda per l'assegnazione dei dividendi, senza alterare l'equilibrio finanziario, è il risultato di un calcolo complesso condotto secondo lo schema seguente⁶.

Flusso monetario annuo disponibile

1 - Fatturato

2 - Costi operativi

3 - Imposte

⁶ Cfr. BRUGGER, *Le decisioni finanziarie*, in «Trattato di finanza aziendale» a cura di G. PIVATO, p. 845; GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 20.

4 - *Reddito operativo netto d'imposta* (1-2-3)

5 - Ammortamenti

6 - *Flusso di capitale circolante netto della gestione corrente* (4+5)

7 - *Variazione del capitale circolante netto*

8 - *Flusso monetario della gestione corrente* (6±7)

9 - *Variazione netta del capitale fisso*

10 - *Flusso monetario operativo* (8±9)

11 - *Variazione netta dell'indebitamento*

12 - *Oneri finanziari*

13 - *Flusso monetario annuo disponibile* (10±11-12)

Il calcolo s'ispira chiaramente alle tecniche di «analisi dei flussi finanziari», uno dei capitali più interessanti delle analisi di bilancio⁷.

Il primo passo è rappresentato dalla determinazione del «reddito operativo netto d'imposta», pari alla differenza fra il fatturato di vendita e i costi operativi e le imposte sul reddito. A tale valore vengono aggiunti i costi non monetari (primariamente gli ammortamenti) e sottratti gli eventuali ricavi non monetari, ottenendo così il «flusso di capitale circolante netto della gestione corrente». Correggendo poi tale flusso con la variazione del capitale circolante netto (in diminuzione se si tratta di variazione aumentativa e viceversa), si ottiene il «flusso monetario della gestione corrente», che grosso modo rappresenta la differenza fra le entrate e uscite monetarie associate alle correnti operazioni d'esercizio.

A questo punto viene considerata la variazione netta del capitale fisso (nuovi investimenti al netto dei disinvestimenti) (in diminuzione se si tratta di variazione aumentativa e viceversa), pervenendo così al «flusso monetario operativo» del periodo. Da questo infine, sommando algebricamente la variazione netta dell'indebitamento (esclusa la parte compresa nel capitale circolante netto) (in aumento se si tratta di variazione aumentativa e viceversa), si ottiene il «flusso monetario annuo disponibile» per l'assegnazione dei dividendi.

Il calcolo va condotto anno per anno in base ai piani strategici ed operativi formulati dall'investitore. Pur disponendo di tali dati, è chiaro che le difficoltà di calcolo sono assai elevate.

Il secondo elemento previsto dalla formula è costituito dal *prez-*

⁷ Per tutti si può vedere PAGANELLI, *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, pp. 99 e seg.

zo di realizzo dell'azienda al termine del periodo di detenzione. Come sappiamo si tratta di un valore che tende a crescere nel tempo per più motivi, salvo casi particolari d'involuzione. L'accrescimento di valore (*capital gain*) costituisce una componente rilevante della remunerazione dell'investitore, in aggiunta all'altra componente più immediata costituita dai dividendi.

La stima del prezzo di realizzo terminale è anch'essa assai ardua. Il calcolo può essere svolto con «criterio patrimoniale», applicando ai valori aggiustati della situazione patrimoniale alla data dell'acquisizione le variazioni del capitale circolante netto, del capitale fisso e dell'indebitamento previste nella stima dei flussi monetari annuali. In alternativa si può procedere con «criterio reddituale», mediante capitalizzazione di un presumibile valore di reddito medio conseguibile negli anni successivi al realizzo, capitalizzazione a tasso congruo e per tempo illimitato. Altra soluzione ancora può essere quella di assumere come prezzo di realizzo terminale un «valore intermedio» fra le due stime ora precisate.

Le soluzioni prospettate conducono ovviamente a valutazioni diverse. Le differenze di stima sono però destinate ad attenuarsi attraverso il processo di attualizzazione.

Il periodo di detenzione dell'azienda è per necessità di cose largamente convenzionale. Alcuni autori suggeriscono di fare riferimento al ciclo di vita dei prodotti e delle tecnologie di cui l'azienda dispone e alla durata economica residua degli impianti esistenti, ma è chiaro che si tratta di indicazioni di prima approssimazione⁸. Non disponendo di altri elementi, la soluzione più opportuna è quella di spingere l'analisi nel tempo fin quando risulta possibile formulare stime dotate di un minimo di attendibilità.

Il tasso di attualizzazione, altro elemento su cui è basato il calcolo, riflette le attese di remunerazione dell'investitore, tenuto conto del livello delle remunerazioni offerte dal mercato per investimenti appartenenti alla stessa classe di rischio. Le modalità di determinazione ricalcano grosso modo quelle viste a suo tempo trattando dei metodi reddituali⁹.

Metodi reddituali

⁸ Cfr. BRUGGER, *Le decisioni finanziarie*, in «Trattato di finanza aziendale» a cura di G. PIVATO, p. 851.

⁹ V. *supra*, § 17.

In ogni caso i valori da attualizzare (dividendi e realizzo terminale) e il tasso di attualizzazione vanno calcolati in modo coerente per quanto concerne le conseguenze fiscali e le *prospettive d'inflazione*. A quest'ultimo riguardo va detto che, trattandosi di stime distinte anno per anno, la soluzione più valida è certamente quella di esprimere le stime stesse in prezzi correnti delle successive epoche.

23. Metodo dei flussi monetari operativi

Può essere inteso come una versione semplificata del metodo valutativo illustrato nel paragrafo precedente.

Alla base si pone la scissione della sfera operativa dalla sfera finanziaria della gestione e quindi l'attualizzazione dei flussi monetari derivanti dalla prima al costo medio del capitale proveniente dalla seconda, il tutto assumendo ipotesi di calcolo opportune.

La letteratura anglosassone più recente si occupa diffusamente di questa soluzione¹⁰. In dettaglio le successive fasi del procedimento possono essere indicate come segue:

A) Determinazione dei flussi monetari operativi attesi nei successivi anni del periodo di detenzione mediante la formula

$$F_t = S_{t-1}(1 + g_t)(p_t)(1 - T_t) - (S_t - S_{t-1})(w_t + f_t)$$

in cui:

F = flusso monetario operativo

S = vendite

g = tasso di sviluppo annuo delle vendite

p = margine di reddito operativo sulle vendite

T = aliquota d'imposta sul reddito

w = investimento aggiuntivo in capitale circolante netto sull'incremento annuo delle vendite

¹⁰ Cfr. RAPPAPORT, *Discounted Cash Flow Valuation*, in *The Mergers and Acquisitions Handbook* a cura di M. L. ROCK, pp. 163 e seg.; WRIGHT, *Discounted Cash Flow*, pp. 58 e seg.; MARREN, *Mergers and Acquisitions*, pp. 89 e seg.

f = investimento aggiuntivo in capitale fisso (nuovi investimenti al netto degli ammortamenti e dei disinvestimenti) sull'incremento annuo delle vendite

t = anno di riferimento.

Il «flusso monetario operativo» di ciascun anno (riga 10 dello schema presentato nel paragrafo precedente) corrisponde al «flusso monetario annuo disponibile» per assegnare dividendi nell'ipotesi di assenza dell'indebitamento. I coefficienti g , p , T , w e f , tutti collegati alle vendite, sono stimati distintamente avendo come termini di riferimento gli andamenti storici di tali variabili e le prospettive di gestione.

B) Determinazione del *valore di realizzo terminale* dell'azienda, anch'esso formulato prescindendo all'indebitamento. Come indicato nel paragrafo precedente, il calcolo può essere svolto con «criterio patrimoniale» o con «criterio reddituale», pervenendo ovviamente a stime diverse. In alternativa si può adottare un «valore intermedio» fra queste due stime.

C) Attualizzazione sia dei flussi monetari operativi attesi anno per anno sia del valore di realizzo terminale, a un *tasso* pari alla media ponderata delle remunerazioni che l'azienda dovrà corrispondere per ottenere capitale proprio e capitale di credito, nella presumibile composizione di queste due fonti del capitale. Il *periodo di detenzione* viene stabilito secondo le indicazioni precedenti (da 5 a 10 anni solitamente).

D) Determinazione del *valore dell'azienda ai fini dell'acquisizione* per differenza fra il totale dei valori attualizzati di cui sopra (corrispondente grosso modo all'attivo patrimoniale) e l'indebitamento esistente al momento della negoziazione. Come sopra precisato, gli investimenti accessori (immobili civili, titoli a reddito fisso e variabile ecc.) sono considerati a parte.

Il metodo ora presentato rappresenta effettivamente una semplificazione del metodo precedente. I coefficienti di calcolo e le altre ipotesi assunte sono però alquanto discutibili.

24. Limiti

La razionalità dei metodi finanziari è fuori discussione.

L'acquisizione di un'azienda in esercizio comporta come abbiamo visto un impiego di risorse in corrispondenza del quale l'acquirente conta di ottenere flussi monetari futuri derivanti dai dividendi assegnati nel periodo di detenzione e dal realizzo terminale. Il valore dell'azienda ai fini dell'acquisizione è misurato dal valore attuale di tali flussi monetari futuri, calcolato ad un tasso espressivo della remunerazione da riconoscere alle risorse impiegate. La stima operata appartiene come sappiamo alle «valutazioni particolari».

I limiti dei metodi finanziari risiedono dunque nelle incertezze e difficoltà di applicazione. L'esposizione precedente ha messo in luce che si tratta di limiti assai elevati.

Il «metodo dei flussi monetari netti disponibili» si basa chiaramente su eventi futuri largamente imprevedibili. La definizione quantitativa di molti elementi che entrano nel calcolo dei flussi monetari disponibili presso l'azienda per assegnare dividendi è caratterizzata da un elevato grado di astrazione. Considerazioni analoghe valgono per il calcolo del prezzo di realizzo terminale e degli altri elementi valutativi. L'intero procedimento richiede stime assai ardue, sì da far dubitare fortemente della sua concreta applicabilità.

Il «metodo dei flussi monetari operativi» introduce ipotesi di calcolo volte a ridurre la complessità delle stime, ma si tratta di ipotesi notevolmente arbitrarie. La formula utilizzata per determinare i flussi monetari operativi ottenibili nei successivi anni si basa su coefficienti convenzionali. Gli altri elementi valutativi sono pure variamente soggettivi. Il procedimento risulta concretamente applicabile, i risultati cui si perviene sono però assai discutibili.

La stessa valutazione separata degli investimenti accessori pone come sappiamo problemi di un certo rilievo.

CAPITOLO V

METODI MISTI

SOMMARIO: 25. Criteri informativi – 26. Metodo della stima autonoma dell'avviamento – 27. Metodo del valore medio – 28. Limiti.

25. Criteri informativi

I metodi che ci accingiamo a esaminare abbinano i criteri informativi delle stime patrimoniali e reddituali viste in precedenza. Per questo sono detti «metodi misti».

La valutazione dell'azienda in esercizio in quanto oggetto di trasferimento si basa sulla contemporanea considerazione dell'assetto patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita e della sua presumibile redditività futura. Entrambi gli aspetti sono considerati fondamentali nel giudizio di stima.

La dottrina classica si è occupata ampiamente di questi metodi. Come vedremo si tratta di soluzioni opinabili sul piano concettuale e tuttavia non prive di efficacia operativa.

26. Metodo della stima autonoma dell'avviamento

Rappresenta ancor oggi uno dei procedimenti più seguiti. Il valore dell'azienda ai fini del trasferimento è pari alla somma algebrica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui l'a-

zienda viene trasferita e del valore attribuibile all'avviamento distintamente considerato.

In simboli:

$$V = K + (R - iK) a \overline{n} | i'$$

in cui:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio

K = capitale netto rettificato («valore patrimoniale semplice»)

R = reddito annuo medio prospettico

i = tasso di remunerazione normale del capitale

n = durata in anni del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale («soprareddito» o «carenza di reddito»)

i' = tasso di attualizzazione del divario medesimo.

Gli investimenti accessori (immobili civili, titoli a reddito fisso e variabile ecc.) sono valutati a parte con i criteri già noti.

Il valore dell'azienda in esercizio con il procedimento in esame è dunque formato da due addendi. Il primo è costituito dal *valore corrente dell'aggregato patrimoniale* con cui l'azienda viene ceduta, corrispondente al capitale netto rettificato ottenuto con il metodo patrimoniale semplice (K).

Come si ricorderà, il metodo patrimoniale semplice si basa su una valutazione analitica a valore corrente di sostituzione degli elementi attivi e passivi costituenti la sostanza patrimoniale dell'azienda al momento della negoziazione, inclusi gli elementi immateriali suscettibili di trasferimento autonomo (brevetti e marchi, modelli e formule, licenze ecc.)¹. Gli elementi immateriali trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale (corrispondenti a oneri pluriennali per formazione del personale, ricerca e sviluppo, promozione generale dell'azienda e dei suoi prodotti ecc.) sono per contro inclusi nella valutazione operata con il metodo patrimoniale complesso, ma trattandosi di valori direttamente collegabili con l'avviamento d'azienda sembra logico rifletterli nella seconda parte della formula, non già nella prima.

¹ V. *supra*, §§ 8-11.

Il secondo addendo è costituito dal *valore attribuibile all'avviamento*, calcolato mediante capitalizzazione finanziaria del divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito. L'algoritmo è quello del valore attuale della rendita posticipata temporanea.

Il reddito medio prospettico (R) qui considerato è espressione della presumibile redditività dell'azienda nel medio-lungo andare. Per la sua determinazione valgono in generale le cose dette trattando dei metodi reddituali. Anche in questo caso può essere utile costruire il conto economico di un futuro esercizio medio rappresentativo, riferito all'orizzonte temporale indicato².

La remunerazione normale del capitale investito (iK) viene convenzionalmente calcolata sul primo addendo della formula. Il tasso considerato corrisponde alla misura di reddito ritenuta soddisfacente, nella norma, tenuto conto delle attese dei conferenti il capitale proprio. Anch'esso potrà essere calcolato secondo le indicazioni precedenti, partendo da un tasso di puro interesse e quindi apportando a questo una o più maggiorazioni in funzione dei rischi connessi all'investimento in capitale d'impresa³.

Il divario esistente fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito ($R - iK$) può assumere segno positivo o negativo. Nel primo caso si ha un *soprareddito* (o *extrareddito*) rispetto alla norma, nel secondo una *carenza di reddito*. Questi termini sono ovviamente convenzionali.

Il divario in parola viene dunque assimilato ad una rendita temporanea posticipata e quindi attualizzato applicando il coefficiente $a \frac{1}{n} i'$, corrispondente analiticamente a $\frac{(1+i')^n - 1}{i' (1+i')^n}$, ove come

² V. *supra*, § 16.

³ V. *supra*, § 17. A questo proposito GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 140, precisa che «secondo l'esperienza del nostro Paese, tassi di rendimento giudicati normali, al netto dell'inflazione (cioè applicati a misure non inflazionate di profitti attesi) sono spesso i seguenti:

- nell'industria: dal 6% al 10% secondo i tipi di attività considerati (con notevole frequenza attorno all'8%);
- nella banca: attorno al 7%;
- nel commercio: dall'8% al 12% (con frequenze elevate attorno al 10%);
- nell'assicurazione: dal 5% al 7%;
- per investimenti di tipo immobiliare: dal 4% al 6%».

precisato n rappresenta la presumibile durata in anni di tale divario e i' il prescelto tasso di attualizzazione.

Il risultato del calcolo esprime il valore attribuibile in via autonoma all'avviamento. Ora, si tratterà di *avviamento positivo* (*goodwill* in lingua inglese) nelle situazioni di soprareddito e di *avviamento negativo* (*badwill* sempre in lingua inglese) nelle situazioni di carenza di reddito.

I motivi che inducono ad accogliere l'ipotesi della durata temporanea del divario di reddito possono essere indicati, con riferimento al caso dell'avviamento positivo, nell'incertezza che caratterizza in generale la permanenza dei fattori di avviamento⁴. Inoltre, se anche la condizione di reddito eccedente la norma dovesse protrarsi, è ragionevole ritenere che, al di là di un certo numero di anni, essa sia dovuta all'impegno e ai mezzi profusi dall'acquirente. Per questo sembra corretto fare riferimento al soprareddito che si presume di ottenere in un arco di tempo limitato.

Indicazioni precise al riguardo non possono essere date. Alcuni autori suggeriscono di orientarsi in via normale su periodi futuri di 4-5 anni, precisando che nella scelta particolare attenzione deve essere posta al grado di soggettività dei fattori di avviamento⁵.

La stima del tasso di attualizzazione segue grosso modo le linee indicate per la stima del tasso di remunerazione normale del capitale investito. Data l'incertezza gravante sul soprareddito, gli autori che si sono occupati di questo argomento ritengono che il primo debba essere di 2-3 punti percentuali più elevato del secondo. Chiaramente si tratta di indicazioni di primo orientamento⁶.

Nelle situazioni di avviamento negativo vengono meno i motivi prudenziali che ispirano le indicazioni precedenti, per cui la durata del divario di reddito e il tasso di attualizzazione possono assumere dimensioni diverse, da definirsi caso per caso.

Da ultimo va ricordato che R ed i tassi di computo debbono essere stimati in modo coerente per quanto riguarda le conseguenze fiscali e le prospettive d'inflazione⁷. Analogamente in modo coe-

⁴ V. *postea* § 35.

⁵ Cfr. VIEL, BREDT, RENARD, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, pp. 27 e seg.

⁶ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 141; MASSARI, *Il valore «di mercato» delle aziende*, p. 63.

⁷ V. *supra*, § 17.

rente vanno stimati gli elementi patrimoniali che concorrono alla formazione di K ed i corrispondenti componenti di reddito che concorrono alla formazione di R .

Per fare un esempio, i maggiori valori attribuiti alle immobilizzazioni tecniche nel calcolo del capitale netto rettificato si riflettono necessariamente in più elevate quote d'ammortamento incluse nel calcolo del reddito medio prospettico.

27. Metodo del valore medio

Si tratta di un procedimento valutativo assai semplice, da tempo affermatosi nei paesi di lingua tedesca, ove viene correntemente indicato come «metodo dei pratici».

Il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è dato dalla media aritmetica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui viene trasferita e del valore di capitalizzazione del reddito medio prospettico che si presume di ottenere.

In simboli:

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

in cui:

V = valore di stima dell'azienda in esercizio

K = capitale netto rettificato (come sopra definito)

R = reddito annuo medio prospettico

i = tasso di capitalizzazione.

Anche in questo metodo gli investimenti accessori (immobili civili, titoli a reddito fisso e variabili ecc.) sono considerati a parte.

Il valore dell'azienda per gli scopi precisati è dunque ottenuto per semisomma del «valore patrimoniale semplice» (K) e del «valore reddituale semplice» $\left(\frac{R}{i} \right)$. La semplificazione introdotta è evidente.

Le modalità di calcolo dei vari elementi inclusi nella formula sono già state illustrate nelle pagine precedenti⁸.

⁸ V. *supra*, §§ 8-11, 16-17.

Il metodo del valore medio, nella versione testé indicata, presenta interessanti relazioni con il metodo della stima autonoma dell'avviamento. Con semplici passaggi matematici la formula sopra presentata può infatti essere trasformata nelle seguenti espressioni:

$$V = K + \frac{1}{2} \left(\frac{R}{i} - K \right) \quad [1]$$

$$V = K + \frac{R - iK}{2i} \quad [2]$$

L'espressione [1] sta a significare che il metodo del valore medio corrisponde al metodo della stima autonoma dell'avviamento, ove, fermo restando K come primo addendo del calcolo, il secondo addendo, vale a dire il valore dell'avviamento, è fatto pari alla metà della differenza fra il valore reddituale semplice ed il valore patrimoniale semplice.

Ovviamente si tratterà di avviamento positivo (*goodwill*) nei casi in cui $\frac{R}{i} > K$ e di avviamento negativo (*badwill*) nei casi in cui $\frac{R}{i} < K$.

L'espressione [2] sta a significare che il metodo del valore medio corrisponde al metodo della stima autonoma dell'avviamento, ove il valore attribuito all'avviamento, secondo addendo del calcolo, è espresso dalla capitalizzazione finanziaria del divario fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito ($R - iK$) per tempo illimitato e ad un tasso pari a due volte il tasso di remunerazione normale del capitale medesimo.

Come si può vedere i fattori d'incertezza collegati all'esistenza di tale divario vengono fatti influire nella misura del tasso di capitalizzazione ($2i$) anziché sulla sua ipotetica durata⁹, sicché la formula impiegata per la stima dell'avviamento è quella del valore attuale della rendita perpetua.

Le relazioni ora commentate facilitano la comprensione delle caratteristiche dei metodi trattati in questo capitolo.

Nella versione precedente il metodo del valore medio pone sullo

⁹ V. *supra*, § 26.

stesso piano l'assetto patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita e la sua presumibile redditività futura.

Di recente la pratica ha mostrato notevole interesse per una seconda versione del metodo medesimo, nella quale, fermi restando i due fattori valutativi ora richiamati, viene attribuito maggior rilievo al secondo fattore, la capacità di reddito dell'azienda in esercizio, riconosciuto logicamente come aspetto primario del giudizio di stima.

Il valore dell'azienda ai fini del trasferimento viene così espresso dalla media aritmetica ponderata del «valore patrimoniale semplice» (K) e del «valore reddituale semplice» $\left(\frac{R}{i}\right)$, in cui il secondo termine assume un peso pari a due volte il peso attribuito al primo:

$$V = \frac{1}{3} \left(K + \frac{2R}{i} \right)$$

Questa formula equivale all'espressione

$$V = K + \frac{2}{3} \left(\frac{R}{i} - K \right)$$

che sta a significare che in questa seconda versione il metodo del valore medio corrisponde al metodo della stima autonoma dell'avviamento, ove il valore dell'avviamento (positivo o negativo) è fatto pari a due terzi della differenza fra il valore reddituale semplice e il valore patrimoniale semplice dell'azienda in esercizio.

28. Limiti

Come già fatto in precedenza, ci proponiamo ora di svolgere alcune considerazioni sulla validità concettuale e applicativa dei metodi esaminati in questo capitolo.

La logica del *metodo della stima autonoma dell'avviamento* è abbastanza semplice. Dovendo valutare un'azienda in esercizio in quanto oggetto di trasferimento, per prima cosa si determina il valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui viene trasferita e principalmente ad esso si ancora il risultato finale. Successivamente al valore patrimoniale così ottenuto si apporta una rettifica in più o in meno per tener conto dell'avviamento, convenzionalmente espresso dal valore attuale del divario ipotizzato fra reddito atteso nel

medio-lungo periodo e remunerazione normale del capitale investito.

Si tratta di una logica non esente da critiche che, come la dottrina ha precisato, s'incentrano sulla contraddizione esistente fra l'impossibilità di riconoscere l'avviamento come elemento a sé stante ed il tentativo di attuarne una distinta valutazione¹⁰.

Sul piano pratico si può osservare che il metodo della stima autonoma dell'avviamento presenta rispetto ad altri metodi minori margini d'incertezza. Le difficoltà tipiche dei metodi reddituali, riguardanti la determinazione del reddito medio prospettico e del tasso di capitalizzazione, non vengono meno. Va però detto che tali elementi nel metodo in parola intervengono nella sola stima del secondo addendo del calcolo, il valore positivo o negativo attribuibile all'avviamento, e pertanto assumono un peso meno rilevante.

Il metodo della stima autonoma dell'avviamento è largamente basato su quantità verificabili quali gli elementi attivi e passivi che compongono la sostanza patrimoniale al momento della negoziazione. Questo è uno dei motivi che spiegano il favore che la pratica ha sempre dimostrato nei confronti di tale soluzione.

Anche il *metodo del valore medio* ha una sua logica, che però sembra più approssimativa. Appare infatti eccessivamente semplicistico considerare il valore dell'azienda ai fini del trasferimento a metà strada fra il valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui viene trasferita e il valore di capitalizzazione del reddito medio prospettico (prima versione) o in altra definita posizione intermedia fra questi due valori (seconda versione).

In sede di concreta applicazione, anche questo metodo si caratterizza per un minor grado d'incertezza rispetto ai metodi reddituali, in quanto gli elementi valutativi la cui determinazione presenta maggiori difficoltà assumono complessivamente un peso inferiore. Il motivo per cui il metodo in parola ha trovato favorevole accoglienza può anche essere individuato nel fatto che, mediando fra i due valori sopra richiamati, si tende a ridurre il rischio di risultati eccessivamente forzati, per eccesso o per difetto.

I metodi considerati in questo capitolo rappresentano dunque soluzioni di compromesso, discutibili concettualmente ma dotate di una loro validità applicativa.

¹⁰ Cfr. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, pp. 161 e seg.

CAPITOLO VI

RACCOMANDAZIONI U.E.C.

SOMMARIO: 29. Note introduttive – 30. Prime formulazioni – 31. Recenti orientamenti – 32. Rinvio.

29. Note introduttive

Nei capitoli precedenti abbiamo esaminato i principali metodi di valutazione delle aziende in esercizio in quanto oggetto di trasferimento. Per ciascun metodo abbiamo messo a fuoco i presupposti concettuali, le modalità di svolgimento e le difficoltà applicative.

Le pagine che seguono sono volte a fornire indicazioni riguardanti la scelta da operare in concreto fra i vari metodi.

L'*Union Européenne des Experts Comptables Economiques et Financiers* (U.E.C.) si è pronunciata in più riprese su questo argomento. Giova dunque partire dall'esame delle raccomandazioni formulate da tale ente¹.

Ricordiamo che la U.E.C. fu istituita nel 1951 quale associazione degli organismi professionali contabili dei principali paesi europei (per l'Italia vi aderiscono il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed il Consiglio Nazionale dei Ragionieri) con il compito di promuovere il progresso dei procedimenti di informazione e controllo delle imprese, facilitare gli scambi di conoscenze

¹ Cfr. PAGANELLI, *Raccomandazioni U.E.C. in materia di valutazioni di cessioni delle aziende in esercizio, passim*.

in tale campo ed assumere iniziative volte a migliorare le condizioni ed i metodi di lavoro degli aderenti.

Attualmente la U.E.C. comprende 27 organismi professionali appartenenti a 21 paesi del nostro continente.

30. Prime formulazioni

Le prime raccomandazioni espresse dalla U.E.C. in materia di valutazione delle aziende oggetto di trasferimento risalgono al 1961. In quell'anno veniva pubblicato un documento dal titolo *L'évaluation des entreprises et parts d'entreprise*, predisposto da una commissione di esperti appositamente costituita. Il documento veniva poi riveduto in talune parti e presentato in seconda edizione nel 1967 a cura degli stessi primi estensori².

Come viene precisato, questa pubblicazione riflette gli orientamenti della dottrina tradizionale e della pratica corrente. Le indicazioni in essa formulate possono essere riassunte come segue:

a) La valutazione tende a esprimere il valore comune di scambio dell'azienda in esercizio, prescindendo dalle motivazioni specifiche dei contraenti e dai loro interessi particolari.

Gli elementi su cui si basa il giudizio di stima sono, nell'ordine, la sostanza patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita e la sua presumibile redditività futura.

I procedimenti di valutazione utilmente applicabili sono due. Il primo viene denominato «metodo della durata limitata dell'avviamento» o anche «metodo degli anglosassoni». Il secondo viene denominato «metodo del valore medio» o anche «metodo dei pratici» (tedeschi).

b) Il *metodo della durata limitata dell'avviamento* corrisponde al primo metodo misto visto nelle pagine precedenti³. Il valore dell'azienda ai fini del trasferimento è dato dalla somma algebrica del valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui viene trasferita e del valore attribuibile in via autonoma all'avviamento.

Il primo addendo rappresenta il «valore patrimoniale semplice»

² Trad. it. VIEL, BREDT, RENARD, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Milano 1973.

³ V. *supra*, § 26.

dell'azienda in esercizio. Per la sua determinazione occorre individuare l'insieme degli elementi attivi e passivi di cui l'azienda risulta dotata e quindi procedere alla loro valutazione analitica in base ai costi correnti di sostituzione, o ad altri valori correnti, tenuto conto per i beni durevoli dello stato d'uso in cui si trovano al momento del trasferimento.

Di regola gli elementi patrimoniali non attinenti alla produzione tipica svolta dall'azienda, o comunque da questa non direttamente richiesti (immobili civili, titoli d'investimento ecc.), sono considerati a parte.

Il secondo addendo rappresenta il valore dell'avviamento, positivo o anche negativo, o se si preferisce la rettifica in più o in meno da apportare al «valore patrimoniale semplice» in relazione all'avviamento. Tale valore si ottiene mediante capitalizzazione per tempo limitato del «soprareddito» o dell'eventuale «carezza di reddito», vale a dire della differenza fra il reddito medio prospettico e la remunerazione normale del capitale investito (formula del valore attuale della rendita posticipata temporanea).

La stima del reddito medio prospettico richiede un'approfondita analisi della gestione passata e delle prospettive future. I risultati dei bilanci degli esercizi precedenti costituiscono il primo necessario punto di riferimento. Questi dati vanno rettificati nei modi opportuni e quindi proiettati nel futuro in conformità alle prospettive formulate. Al reddito annuo così ottenuto va poi applicata una *riduzione del 30% circa* per tener conto in questa sede del rischio generale d'impresa, rischio per il quale giova costituire apposite riserve.

Il tasso di remunerazione normale del capitale investito è ottenuto applicando al tasso corrente d'interesse dei capitali a rischio pressoché nullo (titoli del debito pubblico ecc.) una *maggiorazione fino al 50%* per tener conto del grado d'immobilizzo del capitale. Non va invece considerato il rischio generale d'impresa, perché di esso già si è tenuto conto nella stima del reddito medio prospettico.

Il tasso di attualizzazione per semplicità è fatto pari al tasso di remunerazione normale del capitale investito. Il tempo di calcolo corrisponde alla presumibile durata del «soprareddito» o dell'eventuale «carezza di reddito». Data la natura provvisoria dei fat-

tori d'avviamento, in linea di massima si suggerisce di fissare tale durata *da 3 a 5 anni*, se l'avviamento dipende in prevalenza da fattori soggettivi, e *da 5 a 8 anni*, se viceversa prevalgono i fattori oggettivi.

c) Il *metodo del valore medio* corrisponde al secondo metodo misto visto in precedenza, prima versione⁴. Il valore dell'azienda ai fini del trasferimento è dato dalla semisomma del valore corrente dell'aggregato patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita e del valore di capitalizzazione del reddito medio prospettico (formula del valore attuale della rendita perpetua).

Gli elementi assunti a base del calcolo sono stimati secondo le indicazioni precedenti. Il valore positivo o eventualmente negativo attribuito indirettamente all'avviamento equivale alla metà della differenza fra il «valore reddituale semplice» e il «valore patrimoniale semplice», il che appare alquanto semplicistico, ma non del tutto arbitrario considerata la particolare natura dei fattori d'avviamento.

d) Quanto sopra indicato vale in genere per la valutazione delle aziende redditizie con durata illimitata. Indicazioni particolari vengono date a parte sia per le aziende non redditizie, sia per le aziende con durata limitata.

e) Entrambi i metodi di valutazione illustrati sono ritenuti validamente applicabili. Viene però espressa una certa preferenza per il metodo della durata limitata dell'avviamento, considerato più rispondente alle finalità del calcolo ed in genere più puntuale. L'applicazione del metodo del valore medio viene consigliata soprattutto a scopi di riscontro e verifica dei risultati ottenuti con il primo metodo.

31. Recenti orientamenti

Una svolta di notevole rilievo nelle indicazioni della U.E.C. in materia di valutazione delle aziende oggetto di trasferimento si ha nel 1980, con la pubblicazione di un nuovo documento dal titolo *Recommandation sur les procédures à suivre par les experts comptables en matière d'évaluation d'entreprises*.

⁴ V. *supra*, § 27.

Come viene premesso, il nuovo documento comporta un'ampia revisione dei procedimenti consigliati dalla U.E.C. per le valutazioni in esame, revisione resa necessaria dai più recenti progressi della dottrina e della pratica. Le principali idee-guida in esso contenute possono riassumersi come segue:

a) I concetti di base per la valutazione delle aziende ai fini del trasferimento sono forniti dalla teoria economica delle decisioni d'investimento.

Il valore attribuibile all'azienda in esercizio è soggettivo. Secondo gli obiettivi dell'investitore, esso può variare da un valore comune espresso da un esperto neutrale ad un valore particolare che tiene conto degli intenti specifici del possibile acquirente.

Il valore teoricamente corretto è rappresentato dal valore attuale dei *flussi monetari futuri netti* generati dall'investimento (dividendi periodici e valore di realizzo terminale). Di fatto la stima dei flussi monetari netti incontra grandi difficoltà, anche perché i dati desunti dalla contabilità e dai bilanci dell'azienda non si prestano direttamente a tale calcolo. Per questo il metodo ora enunciato va sostituito con il *metodo dei redditi capitalizzati*, secondo il quale il valore dell'azienda per i fini indicati è rappresentato dal valore attuale dei futuri redditi durevolmente distribuibili senza compromettere l'equilibrio aziendale.

b) La determinazione dei futuri redditi distribuibili trova il suo principale riferimento nei piani e programmi dell'azienda da valutare. Al riguardo può essere opportuno scomporre l'orizzonte economico dell'azienda, in linea di principio illimitato, in zone contraddistinte da un diverso grado di prevedibilità: zona delle previsioni annuali definite, da 1 a 3 anni; zona delle prospettive medie, per un massimo di 5 anni; zona delle congetture generiche, per gli anni successivi. Fin dove possibile, si procederà ad attualizzazioni distinte per i singoli redditi annui previsti.

Le formule di attualizzazione sono quelle note della matematica finanziaria. Il tasso viene fissato in funzione del tasso di puro interesse prevalente sul mercato e del rischio generale d'impresa. I rischi particolari sono invece considerati specificamente nella stima dei futuri redditi distribuibili.

Il procedimento ora indicato corrisponde al secondo dei metodi reddituali esaminati nelle pagine precedenti⁵.

c) La sostanza patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita non rappresenta un elemento fondamentale per il giudizio di stima. Il «valore patrimoniale semplice» dell'azienda in esercizio, come sopra indicato, può servire unicamente come dato ausiliario. Non è possibile giustificare concettualmente le formule di valutazione che combinano in qualche modo il valore corrente dell'aggregato patrimoniale ed il valore di capitalizzazione dei redditi attesi, trattandosi di valori aventi natura diversa.

Gli investimenti accessori (immobili, civili, titoli d'investimento ecc.) sono valutati analiticamente a parte.

d) La stima dei futuri redditi distribuibili può talvolta essere assai incerta per numerosi fattori esterni, per insufficienza d'informazioni adeguate (nelle piccole e medie aziende spesso non esistono piani e programmi formalizzati) e per specifiche altre circostanze. In tali condizioni l'applicazione del metodo dei redditi capitalizzati, sopra indicato come soluzione più valida, può risultare veramente problematica.

Nella pratica trovano così applicazione altri metodi basati su convenzioni e soluzioni di comodo. Da un'indagine condotta nel 1979 su un campione rappresentativo di esperti contabili operanti in tutta Europa, risulta che questi, pur conoscendo il metodo di valutazione concettualmente più corretto, applicano non di rado altri metodi, quali:

— il *metodo del valore medio*, per il quale il valore ricercato è dato dalla media aritmetica del «valore patrimoniale semplice» e del «valore reddituale semplice», in una variante aggiornata di questo metodo, sempre più seguita, in cui il secondo valore viene ponderato due volte rispetto al primo;

— il *metodo della durata limitata dell'avviamento*, formula originaria U.E.C. del 1961, vista in precedenza.

Questi metodi pratici non sono altro che procedimenti ausiliari, da utilizzare in sostituzione del procedimento fondamentale nei casi in cui la sua applicazione risulta particolarmente complicata. In

⁵ V. *supra*, § 19.

queste circostanze il valutatore deve precisare le ragioni per cui i risultati ottenuti con tali metodi possono ritenersi accettabili.

e) Trattandosi di aziende con redditività scarsa, può accadere che il valore calcolato secondo le indicazioni precedenti scenda al di sotto del valore di liquidazione dell'aggregato patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita. In questi casi il valore dell'azienda ai fini del trasferimento è rappresentato dal valore di liquidazione.

32. Rinvio

Le recenti raccomandazioni espresse dalla U.E.C. in materia di valutazione delle aziende oggetto di trasferimento trovano piena corrispondenza nelle proposizioni generali formulate su questo tema dalla dottrina italiana.

Studiosi di primo piano (D'Ippolito, Onida, Amaduzzi, Ferrero e numerosi altri) da tempo hanno dimostrato, con ampiezza di argomentazioni, la correttezza del metodo imperniato sulla capitalizzazione dei redditi futuri e la sua preminenza rispetto ai metodi tradizionali sopra richiamati.

Le indicazioni di questo capitolo sono dunque largamente condivise. Tuttavia il problema della scelta da operare in concreto fra i vari metodi non può ritenersi risolto.

Secondo più recenti vedute, il giudizio va impostato su basi conoscitive più ampie. La risposta al problema indicato deve essere più articolata e flessibile, come vedremo nel capitolo seguente.

CAPITOLO VII

ORIENTAMENTI OPERATIVI

SOMMARIO: 33. Indagini preliminari – 34. Valutazioni multiple – 35. Precisazioni sull'avviamento.

33. Indagini preliminari

La valutazione delle aziende in esercizio, in quanto oggetto di trasferimento totale o parziale, diretto o indiretto, reale o ipotetico, rappresenta come sappiamo uno dei più complessi problemi di calcolo economico-aziendale.

Per la concreta soluzione di questo problema gli autori più recenti sono orientati a formulare *due ordini di suggerimenti*.

Il *primo* riguarda le indagini preliminari alla valutazione. Come viene precisato, questa deve essere preceduta da un lavoro assai esteso di raccolta e prima elaborazione di informazioni sui diversi aspetti del problema, così da rendere la decisione finale in ordine al valore attribuibile all'azienda in esercizio il più possibile fondata e documentabile¹.

Le informazioni in parola riguardano in particolare il profilo dell'azienda da valutare, la sua situazione economica, patrimoniale e finanziaria, i piani e programmi disponibili e gli eventuali prezzi negoziati assumibili come valori di riferimento.

¹ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 184 e seg.

Profilo aziendale

In primo luogo occorre procedere alla raccolta di informazioni di carattere generale sull'azienda da valutare e sui mercati in cui opera. Le informazioni più consuete possono essere indicate come segue:

- storia dell'azienda, forma giuridica ed assetto proprietario;
- aspetti di marketing (prodotti collocati, organizzazione di vendita, prezzi praticati, quote di mercato, comportamento dei concorrenti ecc.);
- aspetti tecnico-produttivi (produzioni svolte, tecnologie impiegate, dimensione degli impianti e loro flessibilità, ricerche in atto, scorte ecc.);
- aspetti finanziari (fonti finanziarie utilizzate, oneri finanziari ecc.);
- aspetto organizzativo ed efficienza del personale (adeguatezza degli organici, addestramento, abilità e impegno della forza lavoro e normalità delle relazioni industriali);
- qualità del management.

Situazione economica, patrimoniale e finanziaria

Un secondo tipo di indagini riguarda la situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda oggetto di valutazione. I dati di partenza sono forniti dai bilanci degli esercizi precedenti (3-5 esercizi, ad esempio). Le tecniche impiegate sono quelle delle analisi di bilancio, diffusamente note². Le successive fasi del calcolo possono essere indicate come segue:

- *revisione generale dei bilanci* e loro *riclassificazione* con i criteri consueti (valori di stato patrimoniale riclassificati in chiave finanziaria così da rappresentare gli impieghi e le fonti di capitale in essere alla data del bilancio, valori di conto economico riclassificati per aree di gestione così da rappresentare il contributo di ciascuna area alla redditività complessiva);

² Per tutti si può vedere PAGANELLI, *Analisi di bilancio. Indici e flussi, passim*.

— costruzione di *indici di bilancio* distinti per filoni conoscitivi (indici per l'analisi della redditività netta, indici per l'analisi della redditività operativa, indici per l'analisi della solidità patrimoniale, indici per l'analisi della situazione di liquidità);

— costruzione di schemi d'interpretazione ed analisi dei *flussi finanziari* (interpretazione ed analisi dei flussi di capitale circolante netto, interpretazione ed analisi dei flussi di cassa);

— comparazione degli indici e dei flussi costruiti sulla serie storica dei bilanci dell'azienda in esame, evidenziando così gli andamenti dei fenomeni indagati e le loro tendenze (comparazioni nel tempo, *analisi di trend*);

— comparazione degli indici e dei flussi costruiti sull'ultimo bilancio dell'azienda in esame con analoghi indici e flussi di settore, evidenziando così la posizione dell'azienda rispetto alle altre aziende ad attività simile (comparazioni nello spazio, *analisi di posizione*).

L'ampiezza e la profondità delle analisi sulla situazione economica, patrimoniale e finanziaria dipendono chiaramente dalla disponibilità dei dati da elaborare e dal loro grado di attendibilità. Il significato di tali analisi nel quadro delle indagini preliminari alla valutazione è indiscutibile.

Piani e programmi

Un terzo tipo di indagini riguarda i piani pluriennali e i programmi d'esercizio messi a punto dall'azienda da valutare, sempreché esistenti e disponibili.

Già ci siamo soffermati sul vario grado di affidabilità di questi documenti ai fini valutativi che qui si considerano³.

Opportunamente interpretati da essi si possono trarre informazioni sulle scelte strategiche ed operative formulate dal management aziendale, elementi di notevole rilevanza per la decisione finale in ordine al valore attribuibile all'azienda oggetto di trasferimento.

³ V. *supra*, § 16.

Prezzi orientativi

Elementi informativi rilevanti per la valutazione possono pure essere offerti da:

— prezzi noti stabiliti in occasione di negoziazioni di aziende similari (s'intende di aziende appartenenti allo stesso settore, aventi dimensioni e risultati non troppo dissimili);

— prezzi quotati in borsa per le azioni dell'azienda in esame in un arco di tempo significativo (quando trattasi di azioni oggetto di frequenti negoziazioni).

Come sappiamo questi valori non possono essere assunti direttamente come termini principali di riferimento ai fini della valutazione⁴. La raccolta di informazioni su tali prezzi può essere utile per orientare la scelta di taluni parametri valutativi di difficile stima (tassi di capitalizzazione, tempi di riferimento per il calcolo dell'avviamento ecc.) e, in talune circostanze, per il riscontro finale delle valutazioni fatte.

34. Valutazioni multiple

La trattazione precedente ha messo in evidenza la *grande varietà delle situazioni concrete* in cui può porsi un problema di valutazione aziendale ai fini del trasferimento.

L'azienda oggetto di valutazione può svolgere una diversa attività produttiva (attività industriale, attività commerciale, attività bancaria, attività assicurativa ecc.), presentare diverse dimensioni operative (piccole, medie e grandi dimensioni) e trovarsi in una diversa fase del suo ciclo di vita (fase di rapido sviluppo, fase di normale espansione, fase di stazionarietà, fase di declino ecc.).

Le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie dell'azienda, così come risultano dalle indagini preliminari svolte, possono essere assai varie ed in genere più o meno equilibrate. Pure assai varie possono essere tutte le altre informazioni disponibili.

La stessa operazione di trasferimento può configurarsi in modo diverso (cessione in senso stretto, apporto societario, fusione fra

⁴ V. *supra*, § 6.

più società, altra operazione sul capitale ecc.) ed essere orientata a finalità diverse per i singoli contraenti.

La trattazione precedente ha pure messo in evidenza la *pluralità dei procedimenti valutativi* messi a punto dalla dottrina e dalla pratica.

I procedimenti applicabili (metodo patrimoniale semplice e metodo patrimoniale complesso, metodo reddituale semplice e metodo reddituale complesso, metodo dei flussi monetari netti disponibili e metodo dei flussi monetari operativi, metodo della stima autonoma dell'avviamento e metodo del valore medio) si basano su presupposti concettuali diversi e presentano diverse incertezze e difficoltà di applicazione.

Come abbiamo visto i metodi concettualmente più fondati, e perciò più razionali, risultano di fatto maggiormente influenzati da elementi soggettivi.

Data questa varietà di situazioni concrete e di procedimenti, la linea di comportamento più valida per la soluzione del problema valutativo in esame può essere indicata come segue:

A) Individuazione del metodo che nel caso considerato, tenuto conto delle condizioni dell'azienda da valutare, delle informazioni disponibili e del tipo di valutazione da operare appare il più idoneo per la valutazione. Il metodo così individuato viene assunto come *procedimento di base* e applicato, laddove possibile, con riferimento a più «scenari» di futuro svolgimento della gestione (più ipotesi di redditi e flussi monetari attesi, più tassi di remunerazione del capitale ecc.).

B) Individuazione di uno o più altri metodi che, basandosi su presupposti concettuali diversi e su diversi elementi di calcolo, possono essere assunti ed applicati come *procedimenti di controllo* dei risultati ottenuti con il primo metodo.

C) Mediazione ragionata fra le diverse valutazioni svolte, dalla quale risulterà la *decisione finale* in ordine al valore attribuibile all'azienda oggetto di trasferimento. In questo momento conclusivo l'esperienza e l'intuito del valutatore assumono un ruolo fondamentale.

Il valutatore deve quindi orientarsi, per quanto consentito dalle

concrete circostanze, nella direzione di *valutazioni multiple*. Questo è il *secondo ordine di suggerimenti* che gli autori più recenti sono propensi a formulare per una consapevole valutazione dell'azienda in esercizio ai fini del trasferimento⁵.

35. Precisazioni sull'avviamento

Come noto, l'*avviamento* di un'azienda di produzione risiede nell'insieme delle condizioni per cui il complesso aziendale unitariamente considerato vale di più della somma dei valori delle sue parti⁶.

Non si tratta di un elemento patrimoniale autonomo, ma di un modo di essere dell'azienda in esercizio, se si vuole di una sua qualità, talché esso non è concepibile disgiuntamente dall'insieme degli elementi attivi e passivi che, tra loro coordinati, ne costituiscono la sostanza patrimoniale.

La nozione di avviamento è strettamente collegata a quella di efficienza della coordinazione aziendale, intendendo con questo termine l'attitudine dell'azienda a raggiungere i suoi fini (remunerazione adeguata del capitale proprio e degli altri fattori conferiti dal soggetto aziendale).

I *fattori di avviamento* sono molteplici. Costituiscono i punti di forza dell'azienda e, con riferimento all'ipotesi di cessione, possono essere distinti in «fattori trasferibili» e «fattori non trasferibili».

Appartengono alla prima categoria fattori quali la posizione dell'azienda nei mercati di approvvigionamento e di sbocco, il livello delle tecnologie produttive e della rete di vendita, la qualità del personale, il nome dell'azienda ed il prestigio di cui gode, l'ubicazione e via dicendo. Per contro sono da considerarsi intrasferibili altri fattori assai importanti, quali le capacità personali del «capo», inteso nella concezione di imprenditore-innovatore.

Quanto sopra indicato riguarda la situazione più consueta di *avviamento positivo*. In casi particolari il valore del complesso

⁵ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 192 e seg.; BRILMAN, GAULTIER, *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, pp. 207 e seg.; COOKE, *Mergers and Acquisitions*, pp. 133 e seg.

⁶ Cfr. GUATRI, *L'avviamento d'impresa*, pp. 5 e seg.

aziendale può scendere al di sotto della somma dei valori delle sue parti, dando così origine ad una situazione di *avviamento negativo*⁷.

L'avviamento aziendale, positivo o negativo, viene considerato diversamente nei metodi di valutazione delle aziende illustrati nei capitoli precedenti. Al riguardo si può sinteticamente osservare quanto segue:

Metodi patrimoniali. Il metodo patrimoniale semplice ignora l'avviamento. Il valore dell'azienda oggetto di trasferimento è espresso dal «capitale netto rettificato», formato dai valori correnti dei soli elementi patrimoniali materiali e immateriali suscettibili di autonomo trasferimento. Il metodo patrimoniale complesso considera l'avviamento solo in parte, attraverso la valutazione di taluni elementi immateriali trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale (come a suo tempo precisati), elementi che grosso modo tendono a oggettivare specifiche condizioni d'avviamento.

Metodi reddituali e metodi finanziari. Questi metodi pervengono tutti alla determinazione di un valore unitario attribuibile all'azienda oggetto di trasferimento (investimenti accessori a parte). L'avviamento è compreso in tale valore unitario, per cui, ove richiesto dalla negoziazione, la sua valutazione può essere ottenuta per via indiretta, sottraendo dal valore globale dell'azienda calcolato con uno di questi metodi, il valore corrente della massa patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita calcolato con il metodo patrimoniale semplice. In simboli:

$$A = V - K$$

in cui:

A = valore positivo o negativo dell'avviamento

V = valore globale dell'azienda

K = valore patrimoniale semplice

Metodi misti. Il metodo della stima autonoma dell'avviamento determina direttamente il valore dell'avviamento mediante attualiz-

⁷ V. *supra*, § 26.

zazione del divario fra reddito medio prospettico e remunerazione normale del capitale, a tasso congruo e per tempo limitato. Per il metodo del valore medio valgono in linea di massima le cose dette al punto precedente.

Come si può notare, nei metodi reddituali e finanziari l'avviamento viene correttamente stimato come «valore differenziale».

CAPITOLO VIII

VALUTAZIONI PARTICOLARI

SOMMARIO: 36. Aziende in perdita – 37. Holding e gruppi aziendali – 38. Pacchetti azionari – 39. Rami d'azienda.

36. Aziende in perdita

La valutazione delle aziende operanti in perdita pone problemi particolari, dei quali intendiamo ora occuparci.

Diremo nell'ordine delle indagini preliminari alla valutazione, dei metodi valutativi più idonei per tali situazioni aziendali e del ruolo del valore di liquidazione.

Indagini preliminari

Le indagini preliminari alla valutazione riguardano in particolare l'analisi delle perdite sopportate negli esercizi trascorsi e le prospettive future.

Per quanto concerne le perdite sopportate, l'analisi si traduce essenzialmente nell'individuazione dei caratteri e delle cause¹.

I *caratteri* delle perdite riguardano il loro trend storico (successione temporale degli esercizi chiusi in perdita, tendenza alla stazionarietà, all'aumento o alla diminuzione), la loro grandezza (in termini assoluti e relativi, questi ultimi ottenuti rapportando le

¹ L'argomento è ampiamente trattato in GUATRI, *La valutazione delle aziende in perdita, cit.*, pp. 28 e seg.

perdite annue al fatturato ed al capitale investito); la loro formazione (sotto il profilo dei componenti del risultato operativo e degli altri componenti, con particolare riguardo agli oneri finanziari).

Le cause delle perdite possono essere distinte in generali, settoriali e aziendali.

Le cause generali si collegano a fenomeni economici, politici e sociali interessanti l'intero Paese ove l'azienda opera (dinamica del reddito nazionale, intensità dell'inflazione, variazioni dei tassi d'interesse ecc.).

Le cause settoriali riguardano in generale il comportamento dell'offerta e della domanda del settore di appartenenza (concentrazione dei produttori, grado di maturità dei prodotti, livello dei prezzi, comportamento dei consumatori ecc.).

Le cause aziendali, veramente molteplici, possono riguardare l'assetto produttivo dell'azienda in perdita (ridotta efficienza degli impianti, esuberanza della mano d'opera ecc.), l'assetto distributivo (organizzazione di vendita non adeguata, promozione insufficiente ecc.), l'assetto direzionale (carenze del management) e l'assetto patrimoniale-finanziario (eccessivo ricorso all'indebitamento, elevata incidenza degli oneri finanziari sul fatturato ecc.).

L'analisi approfondita dei caratteri e delle cause delle perdite sopportate negli esercizi trascorsi costituisce il necessario punto di partenza per la previsione delle perdite future.

I piani pluriennali e i budget d'esercizio messi a punto dalle aziende in perdita di consueto risultano scarsamente significativi per tale previsione.

In relazione al tipo di valutazione da operare, si rendono necessarie proiezioni specifiche dei futuri andamenti della gestione, in cui debbono essere considerate tutte le caratteristiche dell'azienda da valutare, comprese le potenzialità esistenti, anche se non ancora espresse.

Metodi applicabili

Per la determinazione del «valore generale» di scambio delle aziende in perdita può essere utilmente applicato il *metodo della stima autonoma dell'avviamento*, espresso dalla formula:

$$V = K + (R - iK) a \overline{n} | i'$$

in cui:

- K = valore corrente della sostanza patrimoniale
 R = risultato economico annuo prospettico (trattandosi di azienda in perdita assume valore negativo)
 iK = remunerazione normale del capitale
 $a \overline{n} | i'$ = fattore di attualizzazione (per n anni al tasso i').

Il primo addendo, K , rappresenta il «valore patrimoniale semplice» dell'azienda che si considera, come sopra definito. I criteri di valutazione sono quelli a suo tempo precisati². Trattandosi però di aziende in perdita questo valore va determinato con particolare prudenza.

Il secondo addendo, $(R - iK) a \overline{n} | i'$, rappresenta quello che nel

caso in esame è certamente un «avviamento negativo» (*badwill*). Costituisce infatti la rettifica in diminuzione da apportare al valore patrimoniale semplice per tener conto della prevista «carenza di reddito» dell'azienda da valutare, corrispondente alle perdite annue attese per il futuro e alla mancata remunerazione del capitale. La formula di calcolo è quella del valore attuale della rendita posticipata temporanea³.

La determinazione del *badwill* risulta notevolmente complicata, poiché è in questa sede che il metodo in esame tiene conto delle incerte prospettive future.

La stima delle perdite annue attese si basa, come sappiamo, sulla proiezione delle perdite sopportate in passato, alla luce delle varie ipotesi formulabili circa i futuri svolgimenti della gestione.

La stima della mancata remunerazione del capitale viene convenzionalmente effettuata sul valore corrente della sostanza patrimoniale con cui l'azienda viene trasferita (K) al tasso di normale remunerazione offerto dal mercato per investimenti similari (i).

Le due stime ora indicate concorrono a formare la «carenza di reddito» mediamente prevista per gli esercizi futuri, base per il calcolo del *badwill*. Molto opportunamente, come precisato, K viene

² V. *supra*, §§ 8-11.

³ V. *supra*, § 26.

fissato con particolare prudenza, evitando così, attraverso un'elevata stima della mancata remunerazione del capitale, di portare il *badwill* oltre limiti accettabili.

La durata del periodo di riferimento (*n*) e il tasso di attualizzazione (*i'*) sono stimati secondo le indicazioni precedenti⁴, sempre tenendo in debito conto le particolari condizioni di difficoltà in cui opera l'azienda da valutare.

Quanto precede riguarda dunque la determinazione del «valore generale» dell'azienda in perdita, inteso come valore riferibile al complesso aziendale in sé, prescindendo dalle motivazioni allo scambio e dalle convenienze specifiche di ciascun contraente.

Caratteristiche diverse assume la determinazione del «valore di acquisizione» dell'azienda stessa, inteso come «valore particolare» ad essa attribuibile nell'ottica di un potenziale acquirente, e quindi tenendo conto delle convenienze specifiche di tale soggetto e dei suoi programmi operativi⁵. Trattandosi di azienda in perdita, questi saranno formulati assumendo apposite ipotesi di risanamento della gestione, alla luce delle quali si prevede il graduale raggiungimento di risultati economici positivi.

Un adeguato *piano di risanamento*, pur articolandosi in provvedimenti di varia natura suggeriti dall'analisi delle perdite (sostituzione dei dirigenti, riduzione della mano d'opera, ricerca di nuovi prodotti e nuovi processi produttivi ecc.), di consueto richiede l'adozione di misure di «ricapitalizzazione».

Ciò posto, per la determinazione del «valore di acquisizione» delle aziende in perdita i procedimenti più validi sono verosimilmente il *metodo reddituale complesso* e il *metodo dei flussi monetari operativi*, entrambi applicati tenendo conto dei richiesti capitali integrativi.

Il metodo reddituale complesso comporta come sappiamo l'attualizzazione a tassi di mercato dei risultati economici attesi anno per anno, fin dove le previsioni lo consentono⁶. I risultati sono quelli conseguenti all'attuazione del piano di risanamento. La condizione di azienda destinata a riportarsi *per gradi* in condizioni di equilibrio fa preferire questo metodo al metodo reddituale sempli-

⁴ V. *supra*, § 26.

⁵ V. *supra*, § 4.

⁶ V. *supra*, § 19.

ce, basato sulla capitalizzazione di un'unica grandezza di reddito annuo normalizzato conseguibile. La formula di calcolo vista a suo tempo va però completata con l'aggiunta di un nuovo elemento rappresentato dal valore attuale dei richiesti capitali integrativi, elemento che ovviamente assume segno negativo.

Il metodo dei flussi monetari operativi comporta dal canto suo l'attualizzazione dei flussi monetari prodotti dalla gestione operativa nei successivi anni di detenzione e del valore di realizzo terminale, a un tasso pari al costo medio ponderato del capitale⁷. I flussi monetari da considerare sono quelli previsti in relazione al piano di risanamento. Anche in questo caso la formula a suo tempo indicata va completata con l'aggiunta di un elemento negativo rappresentato dal valore attuale dei capitali integrativi previsti dal piano.

Infine va detto che, a prescindere dal tipo di valore ricercato e dal metodo prescelto, la valutazione dell'azienda in perdita deve tener conto dei vantaggi che l'acquirente può ottenere in termini di perdite pregresse fiscalmente detraibili negli esercizi successivi, vantaggi da quantificare secondo le indicazioni a suo tempo formulate⁸.

Valore di liquidazione

In situazioni aziendali caratterizzate da perdite elevate, destinate a protrarsi durevolmente nel tempo, le valutazioni operate con i metodi sopra illustrati possono risultare talmente basse da scendere al di sotto del valore di liquidazione delle aziende considerate.

Come noto, il *valore di liquidazione* di una data azienda è espresso dal valore netto ottenibile nell'ipotesi di cessazione non forzata dell'attività aziendale, con conseguente:

- vendita al meglio dei beni esistenti;
- realizzo dei crediti ed estinzione dei debiti;
- sostenimento dei vari oneri connessi alla liquidazione.

Orbene, la dottrina è in generale concorde nel ritenere che, nelle situazioni di elevate difficoltà di cui diciamo, il valore di liquida-

⁷ V. *supra*, § 23.

⁸ V. *supra*, § 11.

zione debba sempre essere inteso come «limite inferiore» per la valutazione dell'azienda in perdita⁹.

Chiaramente si tratta di un valore la cui determinazione presenta varie difficoltà specie quando la cessazione dell'attività incontra ostacoli d'ordine sociale ed impedimenti vari.

Si noti che in casi del tutto particolari il valore così ottenuto può assumere segno negativo. Si tratta di casi-limite per i quali si suole parlare di «prezzo negativo» dell'azienda oggetto di trasferimento o anche di «dote» da attribuire al soggetto che la rileva.

37. Holding e gruppi aziendali

I sistemi economici attuali sono caratterizzati dalla diffusa presenza di *gruppi aziendali*.

Come noto, si tratta di complessi di aziende giuridicamente distinte, operanti in stretta coordinazione sotto il controllo di un comune soggetto economico. Questi imprime alla loro gestione un indirizzo unitario, per cui tali aziende presentano strutture e funzionamento con aspetti più o meno accentuati di interdipendenza e complementarità¹⁰.

In concreto esiste una notevole varietà di gruppi aziendali. Il tipo più diffuso è il «gruppo societario», costituito da una società capogruppo (*holding*) e da un vario numero di società da questa direttamente o indirettamente controllate attraverso il possesso di partecipazioni azionarie.

La holding può essere «pura» o «mista». Nel primo caso si limita a svolgere la sola funzione finanziaria di controllo, nel secondo caso oltre a questa svolge una diretta attività produttiva.

Le singole aziende costituenti il gruppo possono attuare processi complementari riguardanti un medesimo settore produttivo («gruppo unisettoriale») oppure processi diversificati riguardanti

⁹ Cfr. fra gli altri FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, pp. 81 e seg.; GUATRI, *La valutazione delle aziende*, pp. 182 e seg.; CONFALONIERI, *La valutazione delle imprese in dissesto*, passim; LAMBERTINI, *Valutazioni di cessione delle aziende in perdita*, passim.

¹⁰ Cfr. CASSANDRO, *I gruppi aziendali*, pp. 53 e seg.; AZZINI, *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, pp. 25 e seg.; TERZANI, *Il bilancio consolidato*, pp. 3 e seg.; PAGANELLI, *Il bilancio di gruppo*, pp. 3 e seg.; PISONI, *Gruppi aziendali e bilanci di gruppo*, pp. 33 e seg.

più settori produttivi («gruppo polisettoriale»). La distinzione assume notevole significato ai fini dell'analisi del grado di integrazione economica delle aziende e quindi del grado di relatività dei rispettivi risultati.

Ciascuna delle aziende costituenti il gruppo può essere oggetto di trasferimento ad altro soggetto. Particolare rilievo assume il trasferimento della holding, poiché con essa si trasferisce di fatto l'intero gruppo aziendale.

La valutazione di una holding in ipotesi di trasferimento pone problemi particolari. Le soluzioni adottabili possono essere indicate come segue.

A) Una prima soluzione è rappresentata dalla *valutazione unitaria del gruppo controllato dalla holding*, assumendo come base di riferimento il bilancio consolidato del gruppo medesimo.

Tale documento, come noto, esprime il capitale di funzionamento e il risultato economico di periodo dell'intero gruppo aziendale, con separata indicazione delle quote di pertinenza delle minoranze esterne. Costituisce pertanto il necessario punto di partenza per le stime patrimoniali e reddituali su cui si basano i principali metodi valutativi visti in precedenza.

Nei gruppi maggiori il bilancio consolidato viene regolarmente composto (per le holding quotate si tratta di un obbligo ai fini della certificazione). Nei gruppi minori può essere necessario elaborarlo appositamente.

La soluzione valutativa ora prospettata risponde adeguatamente alle esigenze di chiarezza e trasparenza della complessa operazione. Certamente rappresenta la soluzione più valida.

Va però detto che tale soluzione non sempre è applicabile. Questo vale per le situazioni in cui non esistono i presupposti per redigere il bilancio consolidato (gruppi polisettoriali che aggregano attività eterogenee che mal si prestano al consolidamento) o quando mancano le informazioni di base per redigerlo attendibilmente.

B) Una seconda soluzione è rappresentata dalla *valutazione diretta della holding*, considerando distintamente il valore attribuibile alle singole partecipazioni che essa detiene nelle controllate e il valore attribuibile al complesso patrimoniale della holding stessa prescindendo dalle partecipazioni.

Le singole partecipazioni vengono dunque valutate a parte, alla stessa stregua degli investimenti accessori visti in precedenza. I metodi valutativi sono quelli noti, con le precisazioni che saranno formulate nel paragrafo seguente.

Il valore attribuibile al complesso patrimoniale della holding prescindendo dalle partecipazioni assume rilevanza quando questa svolge anche una diretta attività produttiva (holding mista). Ancora i metodi valutativi sono quelli noti, fermo restando che nel formulare le richieste stime patrimoniali e reddituali occorre escludere rispettivamente i valori correnti delle partecipazioni e i redditi periodici da queste prodotti.

La soluzione ora prospettata risulta meno valida di quella precedente, in quanto non tiene adeguatamente conto delle interdipendenze economiche esistenti fra le società costituenti il gruppo. Per questo richiede particolari accortezze onde evitare omissioni o duplicazioni di valori.

Si tratta quindi di una soluzione da adottare nei casi in cui la prima soluzione per i motivi indicati non risultasse applicabile o anche, in via subordinata, a scopi di riscontro e verifica dei risultati ottenuti con la prima soluzione.

38. Pacchetti azionari

Il trasferimento di un pacchetto di azioni, corrispondente a una frazione più o meno consistente del capitale di una società, pone problemi di stima di una certa complessità. Le situazioni concrete possono essere assai varie (dimensione del pacchetto azionario, distribuzione delle restanti azioni, eventuale esistenza di accordi fra soci ecc.), sì da consigliare l'adozione di procedimenti valutativi notevolmente diversi.

Limitando il nostro esame alle situazioni più consuete, si possono formulare le seguenti indicazioni.

Pacchetti di maggioranza

Si tratta di pacchetti azionari che, ai sensi delle disposizioni di legge e delle norme statutarie, attribuiscono la maggioranza asso-

luta nelle principali decisioni riguardanti la vita aziendale. Da essi deriva il *controllo durevole* della gestione delle rispettive società.

La soluzione valutativa che solitamente viene prospettata prevede due successive approssimazioni.

In prima approssimazione occorre valutare globalmente l'azienda di cui si tratta e quindi determinare la quota proporzionale del valore ottenuto corrispondente alla dimensione del pacchetto azionario. I metodi valutativi adottabili per la valutazione globale sono quelli indicati nei capitoli precedenti.

In seconda approssimazione occorre tener conto dei vantaggi che il controllo della società può apportare (poteri sulla conduzione della gestione, sulla distribuzione degli utili, su operazioni varie riguardanti la struttura del capitale ecc.) e quindi applicare al valore di prima approssimazione una maggiorazione a titolo di «premio di maggioranza». La stima di tale maggiorazione è assai incerta, essendo assai complicato valutare in dettaglio i vantaggi menzionati. In questa fase del calcolo assumono ad evidenza peso determinante l'intuito, la conoscenza della realtà e il buon senso del valutatore.

A titolo meramente indicativo alcuni autori suggeriscono di stabilire il premio di maggioranza nell'intervallo che va da 0 al 15% del valore di prima approssimazione, tenuto conto dell'ampiezza del controllo esercitato e, per certi versi, delle condizioni economiche della società controllata¹¹.

Un'altra soluzione convenzionale, seguita a volte dalla pratica, consiste nell'attribuire preliminarmente al potere di controllo una quota (15%-20% ad esempio) del valore globale della società e quindi nel distribuire il valore residuo proporzionalmente al numero delle azioni possedute¹². Così, trattandosi di un pacchetto azionario corrispondente al 60% del capitale di una società valutata globalmente 1000, il valore ricercato potrebbe essere ottenuto come segue:

$$\begin{array}{r}
 \text{valore attribuibile al potere di controllo} : 15\% \text{ di } 1000 = 150 \\
 \text{quota proporzionale del valore residuo} : 60\% \text{ di } 850 = 510 \\
 \text{valore del pacchetto di maggioranza} \qquad \qquad \qquad \underline{\qquad 660}
 \end{array}$$

¹¹ Cfr. BRILMAN, GAULTIER, *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, p. 223.

¹² Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 208.

La discussione sul significato e sui criteri di stima del premio di maggioranza è comunque tuttora aperta¹³.

Pacchetti minoritari

La dottrina distingue opportunamente le seguenti situazioni:

a) pacchetti minoritari di rilievo che per l'esistenza di patti di sindacato e intese varie con altri soci partecipano stabilmente al controllo delle rispettive società;

b) pacchetti minoritari di rilievo non partecipanti al controllo delle rispettive società;

c) pacchetti minoritari di peso trascurabile¹⁴.

Nel *primo caso* la soluzione valutativa auspicata consiste semplicemente nel moltiplicare il valore globale dell'azienda, opportunamente determinato, per la frazione di capitale rappresentato dal pacchetto azionario. Corrisponde pertanto alla prima approssimazione del procedimento valutativo indicato per i pacchetti di maggioranza.

Nel *secondo caso* la soluzione valutativa più idonea prevede due approssimazioni. La prima consiste nella determinazione della quota del valore globale dell'azienda corrispondente alla frazione di capitale rappresentata dal pacchetto azionario, come sopra precisato. La seconda è data dall'applicazione al valore proporzionale così ottenuto di una riduzione a titolo di «sconto di minoranza».

La riduzione in parola si rende necessaria per il ridotto contenuto di poteri spettanti di fatto al pacchetto minoritario. La stima dello sconto di minoranza, assai incerta, è soprattutto basata sull'intuito del valutatore e sulla sua esperienza. In pratica trovano spesso applicazione riduzioni che vanno dal 20% al 30% del valore di prima approssimazione.

Nel *terzo caso* sembra invece opportuno abbandonare ogni riferimento alla quota del valore globale dell'azienda corrispondente al pacchetto azionario. Trattandosi infatti di pacchetti di peso trascurabile, la base valutativa più opportuna è rappresentata dai va-

¹³ Interessanti considerazioni in proposito si trovano in MASSARI, *Valori dei pacchetti di controllo e «premio di maggioranza»*, *passim*.

¹⁴ Cfr. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, p. 202.

lori correnti di mercato espressi dalle borse valori e dai mercati ristretti o stimati in altro modo ritenuto significativo.

Va da sé che anche negli altri casi l'esame dei prezzi correnti di mercato risulta opportuno ai fini della valutazione del pacchetto azionario.

39. Rami d'azienda

Alcune considerazioni, infine, sui problemi valutativi connessi al trasferimento dei rami d'azienda, appositamente identificati e scorporati.

Nel linguaggio corrente il termine *ramo d'azienda* viene genericamente usato per intendere un aggregato minore del complesso aziendale, variamente dotato di autonomia operativa. A titolo di esempio può trattarsi di uno stabilimento di un'azienda industriale, di un punto vendite di un'azienda commerciale, di uno sportello di un'azienda bancaria e così via.

Dal punto di vista contabile il ramo d'azienda corrisponde a un più o meno esteso «centro di profitto», vale a dire a una più o meno estesa suddivisione organizzativa e/o funzionale dell'azienda, alla quale possono essere attribuite con un certo fondamento porzioni di capitale e di reddito. Le rilevazioni interne possono essere variamente impostate per fornire periodicamente tali informazioni. Spesso le determinazioni di reddito si limitano alla contrapposizione di ricavi e costi primi di ramo, assumendo così il significato di «margini di contribuzione»¹⁵.

La realtà presenta frequenti casi di trasferimenti (cessioni, apporti ecc.) di rami d'azienda così intesi, per i quali si richiedono apposite valutazioni.

Concettualmente tutti i metodi valutativi visti nei capitoli precedenti sono applicabili ai rami d'azienda oggetto di trasferimento. Sul piano concreto è però chiaro che i vari metodi si collocano in posizione diversa in rapporto alle reali possibilità di reperimento dei dati (patrimoniali, reddituali, finanziari ecc.) da ciascuno richiesti.

¹⁵ Cfr. FRATTINI, *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, pp. 112 e seg.

Di solito i procedimenti più seguiti per la valutazione dei rami d'azienda sono il metodo della stima autonoma dell'avviamento e il metodo del valore medio. Il che si spiega per il fatto che entrambi si fondano su una adeguata combinazione di stime patrimoniali, più facili da ottenere, e di stime reddituali, più complicate certamente ma più significative. Stime patrimoniali e stime reddituali riguardano appunto il ramo d'azienda oggetto di trasferimento¹⁶.

Per valutazioni particolari possono risultare valide accorte applicazioni del metodo dei flussi monetari operativi.

¹⁶ V. *supra*, §§ 25-28.

BIBLIOGRAFIA

- AMADUZZI A., 1955, *Teoria della valutazione dei complessi aziendali*, in «Rivista di Politica Economica», Roma, n. 3.
- 1978, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*, III ediz., UTET, Torino.
- AMOROSO L., 1961, *Le leggi naturali della economia politica*, UTET, Torino.
- ARDEMANI E., 1958, *L'avviamento dell'impresa*, Marzorati, Milano.
- AZZINI L., 1968, *I gruppi. Lineamenti economico-aziendali*, Giuffrè, Milano.
- BASSANI G., 1983, *Cessione di azienda*, Pirola, Milano.
- BERTONI A., BINI M., MASSARI M., 1984, *Gli indicatori di borsa. Esperienze straniere e applicazioni per l'Italia*, Comitato Direttivo degli Agenti di Cambio della Borsa Valori di Milano, Milano.
- BOSISIO O., 1951, *Il valore di avviamento*, Pirola, Milano.
- BRILMAN J., GAULTIER A., 1977, *Pratique de l'évaluation et de la négociation des entreprises*, Editions Hommes et Techniques, Parigi.
- BRUGGER G., 1983, *Le decisioni finanziarie*, in «Trattato di finanza aziendale» a cura di G. PIVATO, Angeli, Milano.
- 1985, *La valutazione economica delle aziende: tre metodi a confronto*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 3.
- CARAMIELLO C., 1977, *Il problema della valutazione di azienda in caso di cessione*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», Roma, n. 3.
- CASSANDRO P. E., 1982, *I gruppi aziendali*, VII ediz., Cacucci, Bari.
- CATTANEO M., 1986, *Alcune osservazioni sulla scelta della formula di valutazione del capitale economico*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 1.
- CODA V., 1963, *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- 1972, *Intensità del rischio e saggi di rendimento «soggettivi» per la valutazione del «capitale economico» d'impresa*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 1.
- 1985, *La rivalutazione degli immobilizzi tecnici con particolare riguardo alle imprese in perdita*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 2.
- COLLETTI N., 1964, *Contributo alla determinazione del valore di quote patrimoniali di aziende avviate*, Abbaco, Palermo-Roma.
- CONFALONIERI M., 1979, *La valutazione delle imprese in dissesto*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 2.

- CONSIGLIO NAZIONALE DOTTORI COMMERCIALISTI, 1981, *Principi contabili*, Documento n. 7, Giuffrè, Milano.
- COOKE T. E., 1986, *Mergers and Acquisitions*, Basil Blackwell, Oxford.
- CORVI E., 1985, *Considerazioni sulla valutazione del rischio d'impresa nella determinazione del capitale economico delle aziende*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 2.
- D'IPPOLITO T., 1936, *La valutazione delle aziende in avviamento*, Giuffrè, Milano.
- 1963, *L'avviamento*, IV ediz., Abbaco, Palermo-Roma.
- FACCHINETTI I., TASCHINI M., 1989, *Strategia e valutazione nelle acquisizioni di aziende*, Giuffrè, Milano.
- FERRERO G., 1966, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- FISCHER I., 1906, *The nature of capital and income*, The Macmillan Company, New York.
- FORNASARI A., 1987, *La valutazione dell'azienda ai fini dell'acquisizione*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 2.
- FRATTINI G., 1983, *Il valore di acquisizione delle imprese in funzionamento*, Giuffrè, Milano.
- GIANNESI E., 1937, *La valutazione delle aziende in avviamento in una recente pubblicazione del D'Ippolito*, in «Rivista Italiana di Ragioneria», Roma, n. 8/9.
- GUATRI L., 1957, *L'avviamento d'impresa*, Giuffrè, Milano.
- 1983, *La valutazione delle aziende in perdita*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 1.
- 1984, *La valutazione delle aziende in periodi d'inflazione*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 2.
- 1987, *La valutazione delle aziende*, III ediz., Giuffrè, Milano.
- GUSTARELLI E., 1974, *La valutazione del capitale economico di impresa*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 2.
- LAMBERTINI F., 1985, *Valutazioni di cessione delle aziende in perdita*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», Roma, n. 6/7.
- LAMONICA S., 1983, *La valutazione aziendale ai fini della cessione*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 1.
- LO MARTIRE G., 1983, *Valutazione dell'azienda*, Buffetti, Roma.
- MARCHINI I., 1981, *Le gestioni straordinarie*, in «Manuale di Amministrazione Aziendale», III ediz., ISEDI, Milano.
- MARREN J. H., 1985, *Mergers and Acquisitions*, Dow Jones-Irwin, Homewood.
- MASINI C., 1961, *L'ipotesi nella dottrina e nelle determinazioni dell'economia di azienda*, Giuffrè, Milano.
- MASSARI M., 1984, *Il valore «di mercato» delle aziende*, Giuffrè, Milano.
- 1987, *Questioni di metodo a proposito della misurazione del rischio ai fini della valutazione delle aziende*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 4.
- 1989, *Valore dei pacchetti di controllo e «premio di maggioranza»*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 1.
- OLIVOTTO L., 1983, *La valutazione economica dell'impresa*, CEDAM, Padova.
- ONIDA P., 1931, *I finanziamenti iniziali di impresa*, Giuffrè, Milano.
- 1968, *Economia d'azienda*, III ediz., UTET, Torino.
- 1975, *Osservazioni sulla valutazione delle aziende di produzione in esercizio, stimate come complessi oggetti di trasferimento giuridico*, in «Studi in memoria del Prof. A. Riparbelli», Corsi, Pisa.

- PAGANELLI O., 1968, *Il bilancio di gruppo*, Azzoguidi, Bologna.
- 1984, *Raccomandazioni UEC in materia di valutazioni di cessione delle aziende in esercizio*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 5.
- 1986, *Analisi di bilancio. Indici e flussi*, UTET, Torino.
- LAMBERTINI F., 1986, *Valutazioni di cessione delle aziende in esercizio*, CLUEB, Bologna.
- PAGNANO S. U., 1975, *Sul controllo contabile del grado di attendibilità del valore di cessione dell'azienda avviata*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 4.
- PINARDI C. M., 1985, *Come valutare aziende in perdita*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 5.
- PISONI P., 1983, *Gruppi aziendali e bilanci di gruppo*, Giuffrè, Milano.
- PREDA S., 1980, *La valutazione delle banche in ipotesi di cessione*, Giuffrè, Milano.
- RAPPAPORT A., 1987, *Discounted Cash Flow Valuation*, in «The Mergers and Acquisitions Handbook» a cura di M. L. ROCK, McGraw-Hill, New York.
- RESCIGNO P., 1983, *Trattato di diritto privato*, Tomo IV, cap. I, a cura di G. U. TEDESCHI, UTET, Torino.
- RETAIL L., 1963, *L'évaluation des entreprises*, V ediz., Sirey, Parigi.
- ROSSI N., 1965, *Contributi allo studio del capitale-valore nelle imprese*, UTET, Torino.
- SAMUELSON P. A., 1948, *Economics*, McGraw-Hill, New York.
- SORCI C., 1974, *Note critiche e metodologiche sulla valutazione delle aziende avviate*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», Milano, n. 3.
- STAFFICO L., 1967, *Studio delle valutazioni di cessione con particolare riguardo alle imprese*, Giuffrè, Milano.
- 1987, *I flussi di cassa nelle decisioni di investimento*, Giuffrè, Milano.
- TERZANI S., 1979, *Il bilancio consolidato*, II ediz., CEDAM, Padova.
- UEC, 1980, *Recommandation sur les procédures à suivre par les experts comptables en matière d'évaluation d'entreprises*, Monaco.
- VAN HORNE J. C., 1984, *Teoria e tecnica della finanza di impresa*, Il Mulino, Bologna.
- VENDER J., 1983, *Le operazioni di finanza straordinaria*, in «Trattato di finanza aziendale», a cura di G. PIVATO, Angeli, Milano.
- VICARI S., 1989, *«Invisible asset» e comportamento incrementale*, in «Finanza Marketing e Produzione», Milano, n. 1.
- VIEL J., BREDT O., RENARD M., 1973, *La valutazione delle aziende e delle parti d'azienda*, Etas, Milano.
- VIGANÒ E., 1967, *La natura del valore economico del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Giannini, Napoli.
- WRIGHT M. G., 1967, *Discounted Cash Flow*, McGraw-Hill, London.
- ZAPPA G., 1950, *Il reddito di impresa*, Giuffrè, Milano.

APPENDICI

APPENDICE I

NORME DEL CODICE CIVILE

A) Libro quinto, titolo VIII, Dell'azienda

Art. 2555 - Nozione.

L'azienda è il complesso dei beni organizzati dall'imprenditore per l'esercizio dell'impresa.

Art. 2556 - Imprese soggette a registrazione.

Per le imprese soggette a registrazione i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell'azienda devono essere provati per iscritto, salva l'osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l'azienda o per la particolare natura del contratto.

I contratti suddetti devono, a cura delle parti, essere denunziati per l'iscrizione nel registro delle imprese, nel termine di trenta giorni dalla conclusione.

Art. 2557 - Divieto di concorrenza.

Chi aliena l'azienda deve astenersi, per il periodo di cinque anni dal trasferimento, dall'iniziare una nuova impresa che per l'oggetto, l'ubicazione o altre circostanze sia idonea a sviare la clientela dell'azienda ceduta.

Il patto di astenersi dalla concorrenza in limiti più ampi di quelli previsti dal comma precedente è valido, purché non impedisca ogni

attività professionale dell'alienante. Esso non può eccedere la durata di cinque anni dal trasferimento.

Se nel patto è indicata una durata maggiore o la durata non è stabilita, il divieto di concorrenza vale per il periodo di cinque anni dal trasferimento.

Nel caso di usufrutto o di affitto dell'azienda il divieto di concorrenza disposto dal primo comma vale nei confronti del proprietario o del locatore per la durata dell'usufrutto o dell'affitto.

Le disposizioni di questo articolo si applicano alle aziende agricole solo per le attività ad esse connesse, quando rispetto a queste sia possibile uno sviamento di clientela.

Art. 2558 - *Successione nei contratti.*

Se non è pattuito diversamente, l'acquirente dell'azienda subentra nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda stessa che non abbiano carattere personale.

Il terzo contraente può tuttavia recedere dal contratto entro tre mesi dalla notizia del trasferimento, se sussiste una giusta causa, salvo in questo caso la responsabilità dell'alienante.

Le stesse disposizioni si applicano anche nei confronti dell'usufruttuario e dell'affittuario per la durata dell'usufrutto e dell'affitto.

Art. 2559 - *Crediti relativi all'azienda ceduta.*

La cessione dei crediti relativi all'azienda ceduta, anche in mancanza di notifica al debitore o di sua accettazione, ha effetto, nei confronti dei terzi, dal momento dell'iscrizione del trasferimento nel registro delle imprese. Tuttavia il debitore ceduto è liberato se paga in buona fede all'alienante.

Le stesse disposizioni si applicano anche nel caso di usufrutto dell'azienda, se esso si estende ai crediti relativi alla medesima.

Art. 2560 - *Debiti relativi all'azienda ceduta.*

L'alienante non è liberato dai debiti, inerenti all'esercizio dell'azienda ceduta, anteriori al trasferimento, se non risulta che i creditori vi hanno consentito.

Nel trasferimento di un'azienda commerciale risponde dei debiti suddetti anche l'acquirente dell'azienda, se essi risultano dai libri contabili obbligatori.

Art. 2561 - *Usufrutto dell'azienda.*

L'usufruttuario dell'azienda deve esercitarla sotto la ditta che la contraddistingue.

Egli deve gestire l'azienda senza modificarne la destinazione e in modo da conservare l'efficienza dell'organizzazione e degli impianti e le normali dotazioni di scorte.

Se non adempie a tale obbligo o cessa arbitrariamente dalla gestione dell'azienda, si applica l'articolo 1015.

La differenza tra le consistenze di inventario all'inizio e al termine dell'usufrutto è regolata in danaro, sulla base dei valori correnti al termine dell'usufrutto.

Art. 2562 - *Affitto dell'azienda.*

Le disposizioni dell'articolo precedente si applicano anche nel caso di affitto dell'azienda.

B) Libro quinto, titolo V, capo II, Della società semplice

Art. 2289 - *Liquidazione della quota del socio uscente.*

Nei casi in cui il rapporto sociale si scioglie limitatamente a un socio, questi o i suoi eredi hanno diritto soltanto ad una somma di danaro che rappresenti il valore della quota.

La liquidazione della quota è fatta in base alla situazione patrimoniale della società nel giorno in cui si verifica lo scioglimento.

Se vi sono operazioni in corso, il socio o i suoi eredi partecipano agli utili e alle perdite inerenti alle operazioni medesime.

Salvo quanto è disposto nell'articolo 2270, il pagamento della quota spettante al socio deve essere fatto entro sei mesi dal giorno in cui si verifica lo scioglimento del rapporto.

C) Libro quinto, titolo V, capo V, Della società per azioni**Art. 2342 - Conferimenti.**

Se nell'atto costitutivo non è stabilito diversamente, il conferimento deve farsi in danaro.

Per i conferimenti di beni in natura e di crediti si osservano le disposizioni degli articoli 2254 e 2255. Le azioni corrispondenti a tali conferimenti devono essere integralmente liberate al momento della sottoscrizione.

Non possono formare oggetto di conferimento le prestazioni di opera o di servizi.

Art. 2343 - Stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti.

Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal presidente del tribunale, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo, delle azioni emesse a fronte del conferimento. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

All'esperto nominato dal presidente del tribunale si applicano le disposizioni dell'art. 64 del codice di procedura civile.

Gli amministratori e i sindaci devono, nel termine di sei mesi dalla costituzione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società.

Art. 2437 - Diritto di recesso.

I soci dissenzienti dalle deliberazioni riguardanti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società, o il trasferimento della sede sociale all'estero hanno diritto di recedere dalla società e di ottenere il rimborso delle proprie azioni, secondo il prezzo medio dell'ultimo semestre se queste sono quotate in borsa, o, in caso contrario, in proporzione del patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio.

La dichiarazione di recesso deve essere comunicata con raccomandata dai soci intervenuti all'assemblea non oltre tre giorni dalla chiusura di questa e dai soci non intervenuti non oltre quindici giorni dalla data dell'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese.

È nullo ogni patto che esclude il diritto di recesso o ne rende più gravoso l'esercizio.

D) Libro V, titolo V, capo VIII, Della trasformazione e della fusione delle società**Art. 2498 - Trasformazione in società aventi personalità giuridica.**

La deliberazione di trasformazione di una società in nome collettivo o in accomandita semplice in società per azioni, in accomandita per azioni o a responsabilità limitata deve risultare da atto pubblico e contenere le indicazioni prescritte dalla legge per l'atto costitutivo del tipo di società adottato.

Essa deve essere accompagnata da una relazione di stima del patrimonio sociale a norma dell'art. 2343 e deve essere iscritta nel registro delle imprese con le forme prescritte per l'atto costitutivo del tipo di società adottato.

La società acquista personalità giuridica con l'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese e conserva i diritti e gli obblighi anteriori alla trasformazione.

Art. 2499 - Responsabilità dei soci.

La trasformazione di una società non libera i soci a responsabilità illimitata dalla responsabilità per le obbligazioni sociali anteriori

all'iscrizione della deliberazione di trasformazione nel registro delle imprese, se non risulta che i creditori sociali hanno dato il loro consenso alla trasformazione.

Il consenso si presume se i creditori, ai quali la deliberazione di trasformazione sia stata comunicata per raccomandata, non hanno negato espressamente la loro adesione nel termine di trenta giorni dalla comunicazione.

Art. 2500 - Assegnazioni di azioni e quote.

Nella trasformazione in società per azioni o in accomandita per azioni di una società di altro tipo ciascun socio ha diritto all'assegnazione di un numero di azioni proporzionale al valore della sua quota secondo l'ultimo bilancio approvato.

Nella trasformazione di una società di altro tipo in società a responsabilità limitata l'assegnazione delle quote deve farsi con l'osservanza dell'articolo 2474.

Art. 2501 - Forme di fusione.

La fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una società nuova, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre.

Art. 2502 - Deliberazione di fusione.

La fusione deve essere deliberata da ciascuna delle società che vi partecipano.

La deliberazione di fusione deve essere depositata per l'iscrizione presso l'ufficio del registro delle imprese, insieme con la situazione patrimoniale della società al tempo della deliberazione, a norma del primo, secondo e terzo comma dell'articolo 2411.

Art. 2503 - Opposizione dei creditori.

La fusione può essere attuata solo dopo tre mesi dall'iscrizione delle deliberazioni delle società che vi partecipano, salvo che consti il consenso dei rispettivi creditori, il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso o il deposito delle somme corrispondenti presso un istituto di credito.

Durante il termine suddetto i creditori delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione.

Il tribunale, nonostante l'opposizione, può disporre che la fusione abbia luogo previa prestazione da parte della società di un'idonea garanzia.

Art. 2504 - Atto di fusione.

Se la società incorporante o la nuova società risultante dalla fusione è una società per azioni, in accomandita per azioni o a responsabilità limitata, la fusione deve essere fatta per atto pubblico.

L'atto di fusione deve essere depositato in ogni caso per l'iscrizione, a cura del notaio o degli amministratori, entro trenta giorni, presso l'ufficio del registro delle imprese del luogo dove è posta la sede della società incorporante o di quella che risulta dalla fusione.

L'atto di fusione deve essere altresì iscritto nel registro delle imprese del luogo dove avevano sede le società estinte per effetto della fusione.

La società incorporante o quella che risulta dalla fusione assume i diritti e gli obblighi delle società estinte.

APPENDICE II

TAVOLE FINANZIARIE

A) Valore attuale di una lira esigibile dopo n anni.

Valori di $(1 + i)^{-n}$

anni (n)	5%	5,25%	5,50%	5,75%	6%
1	0,9523 8095	0,9501 1876	0,9478 6730	0,9456 2648	0,9433 9623
2	0,9070 2948	0,9027 2567	0,8984 5242	0,8942 0944	0,8899 9644
3	0,8638 3760	0,8576 9660	0,8516 1366	0,8455 8812	0,8396 1928
4	0,8227 0247	0,8149 1363	0,8072 1674	0,7996 1051	0,7920 9366
5	0,7835 2617	0,7742 6473	0,7651 3435	0,7561 3287	0,7472 5817
6	0,7462 1540	0,7356 4345	0,7252 4583	0,7150 1927	0,7049 6054
7	0,7106 8133	0,6989 4865	0,6874 3681	0,6761 4115	0,6650 5711
8	0,6768 3936	0,6640 8423	0,6515 9887	0,6393 7697	0,6274 1237
9	0,6446 0892	0,6309 5888	0,6176 2926	0,6046 1180	0,5918 9846
10	0,6139 1325	0,5994 8588	0,5854 3058	0,5717 3692	0,5583 9478
11	0,5846 7929	0,5695 8278	0,5549 1050	0,5406 4957	0,5267 8753
12	0,5568 3742	0,5411 7129	0,5259 8152	0,5112 5255	0,4969 6936
13	0,5303 2135	0,5141 7699	0,4985 6068	0,4834 5395	0,4688 3902
14	0,5050 6795	0,4885 2921	0,4725 6937	0,4571 6685	0,4423 0096
15	0,4810 1710	0,4641 6077	0,4479 3305	0,4323 0908	0,4172 6506
16	0,4581 1152	0,4410 0786	0,4245 8109	0,4088 0291	0,3936 4628
17	0,4362 9669	0,4190 0984	0,4024 4653	0,3865 7486	0,3713 6442
18	0,4155 2065	0,3981 0911	0,3814 6590	0,3655 5542	0,3503 4379
19	0,3957 3396	0,3782 5094	0,3615 7906	0,3456 7889	0,3305 1301
20	0,3768 8948	0,3593 8331	0,3427 2896	0,3268 8311	0,3118 0473
21	0,3589 4236	0,3414 5683	0,3248 6158	0,3091 0932	0,2941 5540
22	0,3418 4987	0,3244 2454	0,3079 2567	0,2923 0196	0,2775 0510
23	0,3255 7131	0,3082 4185	0,2918 7267	0,2764 0847	0,2617 9726
24	0,3100 6791	0,2928 6636	0,2766 5656	0,2613 7917	0,2469 7855
25	0,2953 0277	0,2782 5783	0,2622 3370	0,2471 6706	0,2329 9863
26	0,2812 4073	0,2643 7798	0,2485 6275	0,2337 2772	0,2198 1003
27	0,2678 4832	0,2511 9048	0,2356 0450	0,2210 1912	0,2073 6795
28	0,2550 9364	0,2386 6079	0,2233 2181	0,2090 0153	0,1956 3014
29	0,2429 4632	0,2267 5609	0,2116 7944	0,1976 3738	0,1845 5674
30	0,2313 7745	0,2154 4522	0,2006 4402	0,1868 9114	0,1741 1013
31	0,2203 5947	0,2046 9855	0,1901 8390	0,1767 2921	0,1642 5484
32	0,2098 6617	0,1944 8793	0,1802 6910	0,1671 1982	0,1549 5740
33	0,1998 7254	0,1847 8663	0,1708 7119	0,1580 3293	0,1461 8622
34	0,1903 5480	0,1755 6925	0,1619 6321	0,1494 4012	0,1379 1153
35	0,1812 9029	0,1668 1164	0,1535 1963	0,1413 1454	0,1301 0522
36	0,1726 5741	0,1584 9087	0,1455 1624	0,1336 3077	0,1227 4077
37	0,1644 3563	0,1505 8515	0,1379 3008	0,1263 6479	0,1157 9318
38	0,1566 0536	0,1430 7377	0,1307 3941	0,1194 9389	0,1092 3885
39	0,1491 4797	0,1359 3708	0,1239 2362	0,1129 9659	0,1030 5552
40	0,1420 4568	0,1291 5637	0,1174 6314	0,1068 5257	0,0972 2219

Valori di $(1+i)^{-n}$

anni (n)	6,25%	6,50%	6,75%	7%	7,25%
1	0,9411 7647	0,9389 6714	0,9367 6815	0,9345 7944	0,9324 0093
2	0,8858 1315	0,8816 5928	0,8775 3457	0,8734 3873	0,8693 7150
3	0,8337 0649	0,8278 4909	0,8220 4643	0,8162 9788	0,8106 0280
4	0,7846 6493	0,7773 2309	0,7700 6692	0,7628 9521	0,7558 0680
5	0,7385 0817	0,7298 8084	0,7213 7416	0,7129 8618	0,7047 1497
6	0,6950 6652	0,6853 3412	0,6757 6034	0,6663 4222	0,6570 7689
7	0,6541 8025	0,6435 0621	0,6330 3076	0,6227 4974	0,6126 5911
8	0,6156 9906	0,6042 3119	0,5930 0305	0,5820 0910	0,5712 4392
9	0,5794 8147	0,5673 5323	0,5555 0637	0,5439 3374	0,5326 2837
10	0,5453 9432	0,5327 2604	0,5203 8068	0,5083 4929	0,4966 2319
11	0,5133 1230	0,5002 1224	0,4874 7605	0,4750 9280	0,4630 5192
12	0,4831 1746	0,4696 8285	0,4566 5203	0,4440 1196	0,4317 5004
13	0,4546 9879	0,4410 1676	0,4277 7708	0,4149 6445	0,4025 6414
14	0,4279 5180	0,4141 0025	0,4007 2794	0,3878 1724	0,3753 5118
15	0,4027 7817	0,3888 2652	0,3753 8917	0,3624 4602	0,3499 7779
16	0,3790 8533	0,3650 9533	0,3516 5262	0,3387 3460	0,3263 1962
17	0,3567 8619	0,3428 1251	0,3294 1698	0,3165 7439	0,3042 6072
18	0,3357 9877	0,3218 8969	0,3085 8733	0,2958 6392	0,2836 9298
19	0,3160 4590	0,3022 4384	0,2890 7478	0,2765 0833	0,2645 1560
20	0,2974 5497	0,2837 9703	0,2707 9605	0,2584 1900	0,2466 3459
21	0,2799 5762	0,2664 7608	0,2536 7312	0,2415 1309	0,2299 6232
22	0,2634 8952	0,2502 1228	0,2376 3289	0,2257 1317	0,2144 1708
23	0,2479 9014	0,2349 4111	0,2226 0693	0,2109 4688	0,1999 2269
24	0,2334 0248	0,2206 0198	0,2085 3108	0,1971 4662	0,1864 0810
25	0,2196 7292	0,2071 3801	0,1953 4527	0,1842 4918	0,1738 0709
26	0,2067 5099	0,1944 9579	0,1829 9323	0,1721 9549	0,1620 5789
27	0,1945 8917	0,1826 2515	0,1714 2223	0,1609 3037	0,1511 0293
28	0,1831 4274	0,1714 7902	0,1605 8289	0,1504 0221	0,1408 8851
29	0,1723 6964	0,1610 1316	0,1504 2893	0,1405 6282	0,1313 6458
30	0,1622 3025	0,1511 8607	0,1409 1703	0,1313 6712	0,1224 8446
31	0,1526 8729	0,1419 5875	0,1320 0659	0,1227 7301	0,1142 0462
32	0,1437 0569	0,1332 9460	0,1236 5957	0,1147 4113	0,1064 8449
33	0,1352 5241	0,1251 5925	0,1158 4034	0,1072 3470	0,0992 8624
34	0,1272 9639	0,1175 2042	0,1085 1554	0,1002 1934	0,0925 7458
35	0,1198 0837	0,1103 4781	0,1016 5391	0,0936 6294	0,0863 1663
36	0,1127 6081	0,1036 1297	0,0952 2614	0,0875 3546	0,0804 8171
37	0,1061 2783	0,0972 8917	0,0892 0482	0,0818 0884	0,0750 4122
38	0,0998 8501	0,0913 5134	0,0835 6423	0,0764 5686	0,0699 6850
39	0,0940 0942	0,0857 7590	0,0782 8031	0,0714 5501	0,0652 3870
40	0,0884 7946	0,0805 4075	0,0733 3050	0,0667 8038	0,0608 2862

Valori di $(1+i)^{-n}$

anni (n)	7,50%	7,75%	8%	8,25%	8,50%
1	0,9302 3256	0,9280 7425	0,9259 2593	0,9237 8753	0,9216 5899
2	0,8653 3261	0,8613 2181	0,8573 3882	0,8533 8340	0,8494 5529
3	0,8049 6057	0,7993 7059	0,7938 3224	0,7883 4494	0,7829 0810
4	0,7488 0053	0,7418 7525	0,7350 2985	0,7282 6322	0,7215 7428
5	0,6965 5863	0,6885 1532	0,6805 8320	0,6727 6048	0,6650 4542
6	0,6479 6152	0,6389 9333	0,6301 6963	0,6214 8775	0,6129 4509
7	0,6027 5490	0,5930 3326	0,5834 9040	0,5741 2263	0,5649 2635
8	0,5607 0223	0,5503 7889	0,5402 6888	0,5303 6732	0,5206 6945
9	0,5215 8347	0,5107 9247	0,5002 4897	0,4899 4672	0,4798 7968
10	0,4851 9393	0,4740 5334	0,4631 9349	0,4526 0667	0,4422 8542
11	0,4513 4319	0,4399 5670	0,4288 8286	0,4181 1240	0,4076 3633
12	0,4198 5413	0,4083 1248	0,3971 1376	0,3862 4702	0,3757 0168
13	0,3905 6198	0,3789 4430	0,3676 9792	0,3568 1018	0,3462 6883
14	0,3633 1347	0,3516 8844	0,3404 6104	0,3296 1679	0,3191 4178
15	0,3379 6602	0,3263 9299	0,3152 4170	0,3044 9588	0,2941 3989
16	0,3143 8699	0,3029 1692	0,2918 9047	0,2812 8950	0,2710 9667
17	0,2924 5302	0,2811 2940	0,2702 6895	0,2598 5173	0,2498 5869
18	0,2720 4932	0,2609 0895	0,2502 4903	0,2400 4779	0,2302 8450
19	0,2530 6913	0,2421 4288	0,2317 1206	0,2217 5315	0,2122 4378
20	0,2354 1315	0,2247 2657	0,2145 4821	0,2048 5280	0,1956 1639
21	0,2189 8897	0,2085 6294	0,1986 5575	0,1892 4046	0,1802 9160
22	0,2037 1067	0,1935 6190	0,1839 4051	0,1748 1798	0,1661 6738
23	0,1894 9830	0,1796 3981	0,1703 1528	0,1614 9467	0,1531 4965
24	0,1762 7749	0,1667 1908	0,1576 9934	0,1491 8676	0,1411 5176
25	0,1639 7906	0,1547 2769	0,1460 1790	0,1378 1687	0,1300 9378
26	0,1525 3866	0,1435 9878	0,1352 0176	0,1273 1350	0,1199 0210
27	0,1418 9643	0,1332 7033	0,1251 8682	0,1176 1063	0,1105 0885
28	0,1319 9668	0,1236 8476	0,1159 1372	0,1086 4723	0,1018 5148
29	0,1227 8761	0,1147 8864	0,1073 2752	0,1003 6696	0,0938 7233
30	0,1142 2103	0,1065 3238	0,0993 7733	0,0927 1774	0,0865 1828
31	0,1062 5212	0,0988 6996	0,0920 1605	0,0856 5149	0,0797 4035
32	0,0988 3918	0,0917 5866	0,0852 0005	0,0791 2378	0,0734 9341
33	0,0919 4343	0,0851 5885	0,0788 8893	0,0730 9356	0,0677 3586
34	0,0855 2877	0,0790 3374	0,0730 4531	0,0675 2292	0,0624 2936
35	0,0795 6164	0,0733 4918	0,0676 3454	0,0623 7683	0,0575 3858
36	0,0740 1083	0,0680 7348	0,0626 2458	0,0576 2294	0,0530 3095
37	0,0688 4729	0,0631 7724	0,0579 8572	0,0532 3135	0,0488 7645
38	0,0640 4399	0,0586 3317	0,0536 9048	0,0491 7446	0,0450 4742
39	0,0595 7580	0,0544 1594	0,0497 1341	0,0454 2675	0,0415 1836
40	0,0554 1935	0,0505 0203	0,0460 3093	0,0419 6467	0,0382 6577

B) Valore attuale della rendita unitaria immediata posticipata.

$$\text{Valori di } \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

anni (n)	5%	5,25%	5,50%	5,75%	6%
1	0,9523 8095	0,9501 1876	0,9478 6730	0,9456 2648	0,9433 9623
2	1,8594 1043	1,8528 4443	1,8463 1971	1,8398 3591	1,8333 9267
3	2,7232 4803	2,7105 4103	2,6979 3338	2,6854 2403	2,6730 1195
4	3,5459 5050	3,5254 5466	3,5051 5012	3,4850 3454	3,4651 0561
5	4,3294 7667	4,2997 1939	4,2702 8448	4,2411 6742	4,2123 6379
6	5,0756 9206	5,0353 6284	4,9955 3031	4,9561 8668	4,9173 2433
7	5,7863 7340	5,7343 1149	5,6829 6712	5,6323 2783	5,5823 8144
8	6,4632 1276	6,3983 9571	6,3345 6599	6,2717 0481	6,2097 9381
9	7,1078 2168	7,0293 5460	6,9521 9525	6,8763 1660	6,8016 9227
10	7,7217 3493	7,6288 4047	7,5376 2583	7,4480 5352	7,3600 8705
11	8,3064 1422	8,1984 2325	8,0925 3633	7,9887 0310	7,8868 7458
12	8,8632 5164	8,7395 9454	8,6185 1785	8,4999 5565	8,3838 4394
13	9,3935 7299	9,2537 7153	9,1170 7853	8,9834 0960	8,8526 8296
14	9,8986 4094	9,7423 0074	9,5896 4790	9,4405 7645	9,2949 8393
15	10,3796 5804	10,2064 6151	10,0375 8094	9,8728 8553	9,7122 4899
16	10,8377 6956	10,6474 6937	10,4621 6203	10,2816 8845	10,1058 9527
17	11,2740 6625	11,0664 7921	10,8646 0856	10,6682 6331	10,4772 5969
18	11,6895 8690	11,4645 8833	11,2460 7447	11,0338 1873	10,8276 0348
19	12,0853 2086	11,8428 3926	11,6076 5352	11,3794 9762	11,1581 1649
20	12,4622 1034	12,2022 2258	11,9503 8249	11,7063 8072	11,4699 2122
21	12,8211 5271	12,5436 7941	12,2752 4406	12,0154 9005	11,7640 7662
22	13,1630 0258	12,8681 0395	12,5831 6973	12,3077 9201	12,0415 8172
23	13,4885 7388	13,1763 4580	12,8750 4240	12,5842 0048	12,3033 7898
24	13,7986 4179	13,4692 1216	13,1516 9895	12,8455 7965	12,5503 5753
25	14,0939 4457	13,7474 6999	13,4139 3266	13,0927 4671	12,7833 5616
26	14,3751 8530	14,0118 4797	13,6624 9541	13,3264 7443	13,0031 6619
27	14,6430 3362	14,2630 3845	13,8980 9991	13,5474 9355	13,2105 3414
28	14,8981 2726	14,5016 9924	14,1214 2172	13,7564 9509	13,4061 6428
29	15,1410 7358	14,7284 5533	14,3331 0116	13,9541 3247	13,5907 2102
30	15,3724 5103	14,9439 0055	14,5337 4517	14,1410 2361	13,7648 3115
31	15,5928 1050	15,1485 9910	14,7239 2907	14,3177 5282	13,9290 8599
32	15,8026 7667	15,3430 8703	14,9041 9817	14,4848 7265	14,0840 4339
33	16,0025 4921	15,5278 7367	15,0750 6936	14,6429 0558	14,2302 2961
34	16,1929 0401	15,7034 4291	15,2370 3257	14,7923 4570	14,3681 4114
35	16,3741 9429	15,8702 5455	15,3905 5220	14,9336 6024	14,4982 4636
36	16,5468 5171	16,0287 4541	15,5360 6843	15,0672 9100	14,6209 8713
37	16,7112 8734	16,1793 3056	15,6739 9851	15,1936 5579	14,7367 8031
38	16,8678 9271	16,3224 0433	15,8047 3793	15,3131 4969	14,8460 1916
39	17,0170 4067	16,4583 4141	15,9286 6154	15,4261 4628	14,9490 7468
40	17,1590 8635	16,5874 9778	16,0461 2469	15,5329 9884	15,0462 9687

$$\text{Valori di } \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

anni (n)	6,25%	6,50%	6,75%	7%	7,25%
1	0,9411 7647	0,9389 6714	0,9367 6815	0,9345 7944	0,9324 0093
2	1,8269 8962	1,8206 2642	1,8143 0272	1,8080 1817	1,8017 7243
3	2,6606 9611	2,6484 7551	2,6363 4915	2,6243 1604	2,6123 7523
4	3,4453 6105	3,4257 9860	3,4064 1606	3,3872 1126	3,3681 8203
5	4,1838 6922	4,1556 7944	4,1277 9022	4,1001 9744	4,0728 9700
6	4,8789 3574	4,8410 1356	4,8035 5056	4,7665 3966	4,7299 7389
7	5,5331 1599	5,4845 1977	5,4365 8132	5,3892 8940	5,3426 3300
8	6,1488 1505	6,0887 5096	6,0295 8438	5,9712 9851	5,9138 7692
9	6,7282 9652	6,6561 0419	6,5850 9075	6,5152 3225	6,4465 0529
10	7,2736 9084	7,1888 3022	7,1054 7143	7,0235 8155	6,9431 2847
11	7,7870 0314	7,6890 4246	7,5929 4748	7,4986 7435	7,4061 8039
12	8,2701 2060	8,1587 2532	8,0495 9951	7,9426 8631	7,8379 3044
13	8,7248 1939	8,5997 4208	8,4773 7659	8,3576 5075	8,2404 9458
14	9,1527 7119	9,0138 4233	8,8781 0453	8,7454 6800	8,6158 4576
15	9,5555 4936	9,4026 6885	9,2534 9371	9,1079 1402	8,9658 2356
16	9,9346 3469	9,7677 6418	9,6051 4633	9,4466 4861	9,2921 4317
17	10,2914 2088	10,1105 7670	9,9345 6331	9,7632 2300	9,5964 0389
18	10,6272 1966	10,4324 6638	10,2431 5064	10,0590 8692	9,8800 9687
19	10,9432 6556	10,7347 1022	10,5322 2542	10,3355 9525	10,1446 1247
20	11,2407 2053	11,0185 0725	10,8030 2147	10,5940 1426	10,3912 4705
21	11,5206 7814	11,2849 8333	11,0566 9459	10,8355 2734	10,6212 0937
22	11,7841 6766	11,5351 9562	11,2943 2748	11,0612 4051	10,8356 2646
23	12,0321 5780	11,7701 3673	11,5169 3441	11,2721 8739	11,0355 4914
24	12,2655 6028	11,9907 3871	11,7254 6549	11,4693 3401	11,2219 5724
25	12,4852 3321	12,1978 7672	11,9208 1076	11,6535 8319	11,3957 6433
26	12,6919 8419	12,3923 7251	12,1038 0399	11,8257 7868	11,5578 2222
27	12,8865 7336	12,5749 9766	12,2752 2622	11,9867 0905	11,7089 2515
28	13,0697 1610	12,7464 7668	12,4358 0911	12,1371 1126	11,8498 1365
29	13,2420 8574	12,9074 8984	12,5862 3804	12,2776 7408	11,9811 7823
30	13,4043 1599	13,0586 7591	12,7271 5507	12,4090 4119	12,1036 6269
31	13,5570 0329	13,2006 3465	12,8591 6166	12,5318 1420	12,2178 6731
32	13,7007 0898	13,3339 2925	12,9828 2123	12,6465 5533	12,3243 5180
33	13,8359 6139	13,4590 8850	13,0986 6157	12,7537 9003	12,4236 3804
34	13,9632 5778	13,5766 0892	13,2071 7712	12,8540 0937	12,5162 1263
35	14,0830 6615	13,6869 5673	13,3088 3102	12,9476 7231	12,6025 2926
36	14,1958 2696	13,7905 6970	13,4040 5716	13,0352 0777	12,6830 1096
37	14,3019 5479	13,8878 5887	13,4932 6198	13,1170 1661	12,7580 5218
38	14,4018 3980	13,9792 1021	13,5768 2621	13,1934 7346	12,8280 2068
39	14,4958 4922	14,0649 8611	13,6551 0652	13,2649 2847	12,8932 5937
40	14,5843 2868	14,1455 2687	13,7284 3702	13,3317 0885	12,9540 8800

Valori di $(1+i)^{-n}$

anni (n)	8,75%	9%	9,25%	9,50%	9,75%
1	0,9195 4023	0,9174 3119	0,9153 3181	0,9132 4201	0,9111 6173
2	0,8455 5423	0,8416 7999	0,8378 3232	0,8340 1097	0,8302 1570
3	0,7775 2114	0,7721 8348	0,7668 9457	0,7616 5385	0,7564 6077
4	0,7149 6196	0,7084 2521	0,7019 6299	0,6955 7429	0,6892 5811
5	0,6574 3629	0,6499 3139	0,6425 2906	0,6352 2767	0,6280 2561
6	0,6045 3912	0,5962 6733	0,5881 2728	0,5801 1659	0,5722 3290
7	0,5558 9804	0,5470 3424	0,5383 3161	0,5297 8684	0,5213 9672
8	0,5111 7061	0,5018 6628	0,4927 5204	0,4838 2360	0,4750 7674
9	0,4700 4194	0,4604 2778	0,4510 3162	0,4418 4803	0,4328 7175
10	0,4322 2247	0,4224 1081	0,4128 4359	0,4035 1419	0,3944 1617
11	0,3974 4595	0,3875 3285	0,3778 8887	0,3685 0611	0,3593 7692
12	0,3654 6754	0,3555 3473	0,3458 9370	0,3365 3526	0,3274 5050
13	0,3360 6211	0,3261 7865	0,3166 0751	0,3073 3813	0,2983 6036
14	0,3090 2263	0,2992 4647	0,2898 0092	0,2806 7410	0,2718 5454
15	0,2841 5874	0,2745 3804	0,2652 6400	0,2563 2337	0,2477 0346
16	0,2612 9539	0,2518 6976	0,2428 0458	0,2340 8527	0,2256 9791
17	0,2402 7162	0,2310 7318	0,2222 4675	0,2137 7651	0,2056 4730
18	0,2209 3942	0,2119 9374	0,2034 2952	0,1952 2969	0,1873 7795
19	0,2031 6269	0,1944 8967	0,1862 0551	0,1782 9195	0,1707 3162
20	0,1868 1627	0,1784 3089	0,1704 3983	0,1628 2370	0,1555 6411
21	0,1717 8507	0,1636 9806	0,1560 0900	0,1486 9744	0,1417 4407
22	0,1579 6328	0,1501 8171	0,1428 0000	0,1357 9675	0,1291 5177
23	0,1452 5360	0,1377 8139	0,1307 0938	0,1240 1530	0,1176 7815
24	0,1335 6652	0,1264 0494	0,1196 4245	0,1132 5598	0,1072 2383
25	0,1228 1979	0,1159 6784	0,1095 1254	0,1034 3012	0,0976 9825
26	0,1129 3774	0,1063 9251	0,1002 4031	0,0944 5673	0,0890 1891
27	0,1038 5080	0,0976 0781	0,0917 5315	0,0862 6185	0,0811 1062
28	0,0954 9498	0,0895 4845	0,0839 8457	0,0787 7795	0,0739 0489
29	0,0878 1148	0,0821 5454	0,0768 7375	0,0719 4333	0,0673 3931
30	0,0807 4619	0,0753 7114	0,0703 6499	0,0657 0167	0,0613 5700
31	0,0742 4937	0,0691 4783	0,0644 0731	0,0600 0153	0,0559 0615
32	0,0682 7528	0,0634 3838	0,0589 5406	0,0547 9592	0,0509 3955
33	0,0627 8187	0,0582 0035	0,0539 6253	0,0500 4193	0,0464 1417
34	0,0577 3045	0,0533 9481	0,0493 9362	0,0457 0039	0,0422 9081
35	0,0530 8547	0,0489 8607	0,0452 1155	0,0417 3552	0,0385 3377
36	0,0488 1423	0,0449 4135	0,0413 8357	0,0381 1463	0,0351 1050
37	0,0448 8665	0,0412 3059	0,0378 7970	0,0348 0788	0,0319 9134
38	0,0412 7508	0,0378 2623	0,0346 7249	0,0317 8802	0,0291 4928
39	0,0379 5410	0,0347 0296	0,0317 3684	0,0290 3015	0,0265 5971
40	0,0349 0032	0,0318 3758	0,0290 4973	0,0265 1156	0,0242 0019

Valori di $(1+i)^{-n}$

anni (n)	10%	10,50%	11%	11,50%	12%
1	0,9090 9091	0,9049 7738	0,9009 0090	0,8968 6099	0,8928 5714
2	0,8264 4628	0,8189 8405	0,8116 2243	0,8043 5963	0,7971 9388
3	0,7513 1480	0,7411 6204	0,7311 9138	0,7213 9877	0,7117 8025
4	0,6830 1346	0,6707 3487	0,6587 3097	0,6469 9441	0,6355 1808
5	0,6209 2132	0,6069 9989	0,5934 5133	0,5802 6405	0,5674 2686
6	0,5644 7393	0,5493 2116	0,5346 4084	0,5204 1619	0,5066 3112
7	0,5131 5812	0,4971 2323	0,4816 5841	0,4667 4097	0,4523 4922
8	0,4665 0738	0,4498 8527	0,4339 2650	0,4186 0177	0,4038 8323
9	0,4240 9762	0,4071 3599	0,3909 2477	0,3754 2760	0,3606 1002
10	0,3855 4329	0,3684 4886	0,3521 8448	0,3367 0636	0,3219 7324
11	0,3504 9390	0,3334 3788	0,3172 8331	0,3019 7880	0,2874 7610
12	0,3186 3082	0,3017 5374	0,2858 4082	0,2708 3301	0,2566 7509
13	0,2896 6438	0,2730 8031	0,2575 1426	0,2428 9956	0,2291 7419
14	0,2633 3125	0,2471 3150	0,2319 9482	0,2178 4714	0,2046 1981
15	0,2393 9205	0,2236 4842	0,2090 0435	0,1953 7860	0,1826 9626
16	0,2176 2914	0,2023 9676	0,1882 9220	0,1752 2744	0,1631 2166
17	0,1978 4467	0,1831 6449	0,1696 3262	0,1571 5466	0,1456 4434
18	0,1798 5879	0,1657 5972	0,1528 2218	0,1409 4588	0,1300 3959
19	0,1635 0799	0,1500 0879	0,1376 7764	0,1264 0886	0,1161 0678
20	0,1486 4363	0,1357 5456	0,1240 3391	0,1133 7118	0,1036 6677
21	0,1351 3057	0,1228 5481	0,1117 4226	0,1016 7818	0,0925 5961
22	0,1228 4597	0,1111 8082	0,1006 6870	0,0911 9120	0,0826 4251
23	0,1116 7816	0,1006 1613	0,0906 9252	0,0817 8583	0,0737 8796
24	0,1015 2560	0,0910 5532	0,0817 0498	0,0733 5052	0,0658 8210
25	0,0922 9600	0,0824 0301	0,0736 0809	0,0657 8522	0,0588 2331
26	0,0839 0545	0,0745 7286	0,0663 1359	0,0590 0020	0,0525 2081
27	0,0762 7768	0,0674 8675	0,0597 4197	0,0529 1497	0,0468 9358
28	0,0693 4335	0,0610 7398	0,0538 2160	0,0474 5738	0,0418 6927
29	0,0630 3941	0,0552 7057	0,0484 8793	0,0425 6267	0,0373 8327
30	0,0573 0855	0,0500 1861	0,0436 8282	0,0381 7280	0,0333 7792
31	0,0520 9868	0,0452 6571	0,0393 5389	0,0342 3569	0,0298 0172
32	0,0473 6244	0,0409 6445	0,0354 5395	0,0307 0466	0,0266 0867
33	0,0430 5676	0,0370 7190	0,0319 4050	0,0275 3781	0,0237 5775
34	0,0391 4251	0,0335 4923	0,0287 7522	0,0246 9759	0,0212 1227
35	0,0355 8410	0,0303 6129	0,0259 2363	0,0221 5030	0,0189 3953
36	0,0323 4918	0,0274 7628	0,0233 5462	0,0198 6574	0,0169 1029
37	0,0294 0835	0,0248 6542	0,0210 4020	0,0178 1681	0,0150 9848
38	0,0267 3486	0,0225 0264	0,0189 5513	0,0159 7920	0,0134 8078
39	0,0243 0442	0,0203 6438	0,0170 7670	0,0143 3112	0,0120 3641
40	0,0220 9493	0,0184 2930	0,0153 8441	0,0128 5302	0,0107 4680

$$\text{Valori di } \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

anni (n)	7,50%	7,75%	8%	8,25%	8,50%
1	0,9302 3256	0,9280 7425	0,9259 2593	0,9237 8753	0,9216 5899
2	1,7955 6517	1,7893 9605	1,7832 6475	1,7771 7093	1,7711 1427
3	2,6005 2574	2,5887 6664	2,5770 9699	2,5655 1587	2,5540 2237
4	3,3493 2627	3,3306 4189	3,3121 2684	3,2937 7909	3,2755 9666
5	4,0458 8490	4,0191 5721	3,9927 1004	3,9665 3958	3,9406 4208
6	4,6938 4642	4,6581 5054	4,6228 7966	4,5880 2732	4,5535 8717
7	5,2966 0132	5,2511 8380	5,2063 7006	5,1621 4995	5,1185 1352
8	5,8573 0355	5,8015 6269	5,7466 3894	5,6925 1728	5,6391 8297
9	6,3788 8703	6,3123 5516	6,2468 8791	6,1824 6400	6,1190 6264
10	6,8640 8096	6,7864 0850	6,7100 8140	6,6350 7067	6,5613 4806
11	7,3154 2415	7,2263 6520	7,1389 6426	7,0531 8306	6,9689 8439
12	7,7352 7827	7,6346 7768	7,5360 7802	7,4394 3008	7,3446 8607
13	8,1258 4026	8,0136 2198	7,9037 7594	7,7962 4026	7,6909 5490
14	8,4891 5373	8,3653 1042	8,2442 3698	8,1258 5705	8,0100 9668
15	8,8271 1974	8,6917 0341	8,5594 7869	8,4303 5294	8,3042 3658
16	9,1415 0674	8,9946 2033	8,8513 6916	8,7116 4244	8,5753 3325
17	9,4339 5976	9,2757 4973	9,1216 3811	8,9714 9417	8,8251 9194
18	9,7060 0908	9,5366 5868	9,3718 8714	9,2115 4196	9,0554 7644
19	9,9590 7821	9,7788 0156	9,6035 9920	9,4332 9511	9,2677 2022
20	10,1944 9136	10,0035 2813	9,8181 4741	9,6381 4791	9,4633 3661
21	10,4134 8033	10,2120 9107	10,0168 0316	9,8273 8837	9,6436 2821
22	10,6171 9101	10,4056 5296	10,2007 4366	10,0022 0634	9,8097 9559
23	10,8066 8931	10,5852 9277	10,3710 5895	10,1637 0101	9,9629 4524
24	10,9829 6680	10,7520 1186	10,5287 5828	10,3128 8777	10,1040 9700
25	11,1469 4586	10,9067 3954	10,6747 7619	10,4507 0464	10,2341 9078
26	11,2994 8452	11,0503 3832	10,8099 7795	10,5780 1814	10,3540 9288
27	11,4413 8095	11,1836 0865	10,9351 6477	10,6956 2877	10,4646 0174
28	11,5733 7763	11,3072 9341	11,0510 7849	10,8042 7600	10,5664 5321
29	11,6961 6524	11,4220 8205	11,1584 0601	10,9046 4295	10,6603 2554
30	11,8103 8627	11,5286 1443	11,2577 8334	10,9973 6070	10,7468 4382
31	11,9166 3839	11,6274 8439	11,3497 9939	11,0830 1219	10,8265 8416
32	12,0154 7757	11,7192 4306	11,4349 9944	11,1621 3597	10,9000 7757
33	12,1074 2099	11,8044 0191	11,5138 8837	11,2352 2954	10,9678 1343
34	12,1929 4976	11,8834 3564	11,5869 3367	11,3027 5246	11,0302 4279
35	12,2725 1141	11,9567 8482	11,6545 6822	11,3651 2929	11,0877 8137
36	12,3465 2224	12,0248 5830	11,7171 9279	11,4227 5223	11,1408 1233
37	12,4153 6953	12,0880 3555	11,7751 7851	11,4759 8359	11,1896 8878
38	12,4794 1351	12,1466 6872	11,8288 6899	11,5251 5805	11,2347 3620
39	12,5389 8931	12,2010 8466	11,8785 8240	11,5705 8480	11,2762 5457
40	12,5944 0866	12,2515 8669	11,9246 1333	11,6125 4947	11,3145 2034

$$\text{Valori di } \frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$$

anni (n)	8,75%	9%	9,25%	9,50%	9,75%
1	0,9195 4023	0,9174 3119	0,9153 3181	0,9132 4201	0,9111 6173
2	1,7650 9446	1,7591 1119	1,7531 6413	1,7472 5298	1,7413 7743
3	2,5426 1560	2,5312 9467	2,5200 5870	2,5089 0683	2,4978 3821
4	3,2575 7756	3,2397 1988	3,2220 2169	3,2044 8112	3,1870 9632
5	3,9150 1385	3,8896 5126	3,8645 5075	3,8397 0879	3,8151 2193
6	4,5195 5297	4,4859 1859	4,4526 7803	4,4198 2538	4,3873 5483
7	5,0754 5100	5,0329 5284	4,9910 0964	4,9496 1222	4,9087 5156
8	5,5866 2161	5,5348 1911	5,4837 6168	5,4334 3581	5,3838 2830
9	6,0566 6355	5,9952 4689	5,9347 9330	5,8752 8385	5,8167 0004
10	6,4888 8602	6,4176 5770	6,3476 3689	6,2787 9803	6,2111 1621
11	6,8863 3198	6,8051 9055	6,7255 2576	6,6473 0414	6,5704 9313
12	7,2517 9952	7,1607 2528	7,0714 1946	6,9838 3940	6,8979 4363
13	7,5878 6163	7,4869 0392	7,3880 2696	7,2911 7753	7,1963 0399
14	7,8968 8425	7,7861 5039	7,6778 2788	7,5718 5163	7,4681 5853
15	8,1810 4299	8,0606 8843	7,9430 9188	7,8281 7500	7,7158 6199
16	8,4423 3838	8,3125 5819	8,1858 9646	8,0622 6028	7,9415 5990
17	8,6826 1001	8,5436 3137	8,4081 4321	8,2760 3678	8,1472 0720
18	8,9035 4943	8,7556 2511	8,6115 7274	8,4712 6647	8,3345 8514
19	9,1067 1212	8,9501 1478	8,7977 7825	8,6495 5842	8,5053 1676
20	9,2935 2839	9,1285 4567	8,9682 1808	8,8123 8212	8,6608 8088
21	9,4653 1346	9,2922 4373	9,1242 2707	8,9610 7956	8,8026 2494
22	9,6232 7674	9,4424 2544	9,2670 2707	9,0968 7631	8,9317 7671
23	9,7685 3034	9,5802 0683	9,3977 3645	9,2208 9161	9,0494 5486
24	9,9020 9686	9,7066 1177	9,5173 7890	9,3341 4759	9,1566 7869
25	10,0249 1666	9,8225 7960	9,6268 9144	9,4375 7770	9,2543 7694
26	10,1378 5440	9,9289 7211	9,7271 3175	9,5320 3443	9,3433 9585
27	10,2417 0519	10,0265 7992	9,8188 8490	9,6182 9629	9,4245 0646
28	10,3372 0018	10,1161 2837	9,9028 6947	9,6970 7423	9,4984 1136
29	10,4250 1166	10,1982 8291	9,9797 4323	9,7690 1756	9,5657 5067
30	10,5057 5785	10,2736 5404	10,0501 0822	9,8347 1924	9,6271 0767
31	10,5800 0721	10,3428 0187	10,1145 1553	9,8947 2076	9,6830 1382
32	10,6482 8250	10,4062 4025	10,1734 6959	9,9495 1668	9,7339 5337
33	10,7110 6436	10,4644 4060	10,2274 3212	9,9995 5861	9,7803 6753
34	10,7687 9482	10,5178 3541	10,2768 2574	10,0452 5901	9,8226 5835
35	10,8218 8029	10,5668 2148	10,3220 3729	10,0869 9453	9,8611 9211
36	10,8706 9452	10,6117 6282	10,3634 2086	10,1251 0916	9,8963 0261
37	10,9155 8117	10,6529 9342	10,4013 0056	10,1599 1704	9,9282 9395
38	10,9568 5625	10,6908 1965	10,4359 7305	10,1917 0506	9,9574 4323
39	10,9948 1034	10,7255 2261	10,4677 0989	10,2207 3521	9,9840 0295
40	11,0297 1066	10,7573 6020	10,4967 5962	10,2472 4677	10,0082 0314

Valori di $\frac{(1+i)^n - 1}{i(1+i)^n}$

anni (n)	10%	10,50%	11%	11,50%	12%
1	0,9090 9091	0,9049 7738	0,9009 0090	0,8968 6099	0,8928 5714
2	1,7355 3719	1,7239 6143	1,7125 2333	1,7012 2062	1,6900 5102
3	2,4868 5199	2,4651 2346	2,4437 1472	2,4226 1939	2,4018 3127
4	3,1698 6545	3,1358 5834	3,1024 4569	3,0696 1380	3,0373 4935
5	3,7907 8677	3,7428 5822	3,6958 9702	3,6498 7785	3,6047 7620
6	4,3552 6070	4,2921 7939	4,2305 3785	4,1702 9403	4,1114 0732
7	4,8684 1882	4,7893 0261	4,7121 9626	4,6370 3501	4,5637 5654
8	5,3349 2620	5,2391 8789	5,1461 2276	5,0556 3678	4,9676 3977
9	5,7590 2382	5,6463 2388	5,5370 4753	5,4310 6437	5,3282 4979
10	6,1445 6711	6,0147 7274	5,8892 3201	5,7677 7074	5,6502 2303
11	6,4950 6101	6,3482 1062	6,2065 1533	6,0697 4954	5,9376 9913
12	6,8136 9182	6,6499 6437	6,4923 5615	6,3405 8255	6,1943 7423
13	7,1033 5620	6,9230 4468	6,7498 7040	6,5834 8211	6,4235 4842
14	7,3666 8746	7,1701 7618	6,9818 6523	6,8013 2924	6,6281 6823
15	7,6060 7951	7,3938 2459	7,1908 6958	6,9967 0784	6,8108 6449
16	7,8237 0864	7,5962 2135	7,3791 6178	7,1719 3528	6,9739 8615
17	8,0215 5331	7,7793 8584	7,5487 9440	7,3290 8994	7,1196 3049
18	8,2014 1210	7,9451 4556	7,7016 1657	7,4700 3582	7,2496 7008
19	8,3649 2009	8,0951 5435	7,8392 9421	7,5964 4468	7,3657 7686
20	8,5135 6372	8,2309 0891	7,9633 2812	7,7098 1586	7,4694 4362
21	8,6486 9429	8,3537 6372	8,0750 7038	7,8114 9404	7,5620 0324
22	8,7715 4026	8,4649 4455	8,1757 3908	7,9026 8524	7,6446 4575
23	8,8832 1842	8,5655 6067	8,2664 3160	7,9844 7107	7,7184 3370
24	8,9847 4402	8,6566 1599	8,3481 3658	8,0578 2159	7,7843 1581
25	9,0770 4002	8,7390 1900	8,4217 4466	8,1236 0680	7,8431 3911
26	9,1609 4547	8,8135 9186	8,4880 5826	8,1826 0700	7,8956 5992
27	9,2372 2316	8,8810 7860	8,5478 0023	8,2355 2197	7,9425 5350
28	9,3065 6651	8,9421 5258	8,6016 2183	8,2829 7935	7,9844 2277
29	9,3696 0591	8,9974 2315	8,6501 0976	8,3255 4202	8,0218 0604
30	9,4269 1447	9,0474 4176	8,6937 9257	8,3637 1481	8,0551 8397
31	9,4790 1315	9,0927 0748	8,7331 4646	8,3979 5050	8,0849 8569
32	9,5263 7559	9,1336 7193	8,7686 0042	8,4286 5516	8,1115 9436
33	9,5694 3236	9,1707 4383	8,8005 4092	8,4561 9297	8,1353 5211
34	9,6085 7487	9,2042 9305	8,8293 1614	8,4808 9056	8,1565 6438
35	9,6441 5897	9,2346 5435	8,8552 3977	8,5030 4086	8,1755 0391
36	9,6765 0816	9,2621 3063	8,8785 9438	8,5229 0660	8,1924 1421
37	9,7059 1651	9,2869 9605	8,8996 3458	8,5407 2341	8,2075 1269
38	9,7326 5137	9,3094 9868	8,9185 8971	8,5567 0261	8,2209 9347
39	9,7569 5579	9,3298 6306	8,9356 6641	8,5710 3373	8,2330 2988
40	9,7790 5072	9,3482 9237	8,9510 5082	8,5838 8675	8,2437 7668

INDICE ANALITICO

(i numeri indicano le pagine)

A

Analisi di bilancio:

- analisi per indici, 70.
- analisi per flussi, 70.
- importanza delle analisi ai fini della conoscenza della situazione economica, patrimoniale e finanziaria dell'azienda da valutare, 70.

Avviamento:

- nozione, 74.

Avviamento negativo (badwill):

- nozione, 75, 79.
- modalità di determinazione, 57, 79.

Avviamento positivo (goodwill):

- nozione, 74.
- fattori di avviamento, 74.
- modalità di determinazione, 57, 74, 75.

Azienda:

- nozione economica, 2.
- nozione giuridica, 3.

Azienda in perdita:

- problemi particolari di valutazione, 77.
- caratteri delle perdite, 77.
- cause delle perdite, 78.
- metodi applicabili, 78.
- piano di risanamento, 80.
- capitali integrativi, 80.

C

Capitale netto contabile:

- nozione, 13.

Capitale netto rettificato:

- nozione, 22.

Carenza di reddito:

- significato, 56.
- periodo di riferimento della carenza di reddito, 79.

Conto economico prospettico:

- ai fini della determinazione del reddito da capitalizzare, 34.
- stima degli oneri finanziari, 35.

D

- Difficoltà di smobilizzo dell'investimento in capitale proprio:*
 — ai fini della determinazione del tasso di capitalizzazione, 40.
 — modalità di valutazione, 40.

E

- Elementi attivi e passivi del patrimonio:*
 — stima analitica, 12.
 — revisione contabile, 13.
 — riespressione a valori correnti di sostituzione 14.
 — oneri fiscali potenziali e perdite detraibili, 20.
- Elementi attivi immateriali del patrimonio:*
 — suscettibili di trasferimento autonomo, 16.
 — trasferibili congiuntamente all'intero complesso aziendale, 22.
- Equilibrio aziendale:*
 — equilibrio economico, 3.
 — equilibrio finanziario, 3.

F

- Fattori di avviamento:*
 — fattori trasferibili, 74.
 — fattori non trasferibili, 74.
- Flussi finanziari:*
 — utilità delle analisi per flussi ai fini dell'applicazione dei metodi finanziari, 48.

Flusso monetario annuo disponibile:

- determinazione, 48.

Flusso monetario operativo:

- determinazione, 51.

G

Gestione:

- sfera operativa, 51.
 — sfera finanziaria, 51.

Gruppo aziendale:

- nozione, 82.
 — gruppo unisetoriale, 82.
 — gruppo polisettoriale, 83.
 — valutazione del gruppo in base al bilancio consolidato, 83.
 — valutazione distinta della holding e delle partecipazioni, 83.

H

Holding:

- nozione, 82.
 — valutazione, 83.

I

Indicatori borsistici:

- loro utilizzo quali informazioni ausiliarie, 41.

Investimenti accessori:

- nozione, 19.
 — valutazione analitica, 19.

M

Metodi finanziari:

- logica, 46.
 — razionalità, 53.
 — incertezze e difficoltà, 53.
 — metodo dei flussi monetari netti disponibili, 48.
 — metodo dei flussi monetari operativi, 51.

Metodi misti:

- logica, 60.
 — razionalità, 60.
 — incertezze e difficoltà, 61.
 — metodo della stima autonoma dell'avviamento, 54.
 — metodo del valore medio, 58.

Metodi patrimoniali:

- logica, 12.
 — razionalità, 24.
 — incertezze e difficoltà, 24.
 — metodo patrimoniale semplice, 13.
 — metodo patrimoniale complesso, 22.

Metodi reddituali:

- logica, 27.
 — razionalità, 45.
 — incertezze e difficoltà, 45.
 — metodo reddituale semplice, 28.
 — metodo reddituale complesso, 43.

Metodo dei redditi capitalizzati:

- secondo le raccomandazioni UEC, 66.

Metodo della durata limitata dell'avviamento o «metodo degli anglosassoni»:

- secondo le raccomandazioni UEC, 63, 64.

Metodo del valore medio o «metodo dei pratici» (tedeschi):

- secondo le raccomandazioni UEC, 64, 65.

O

Oneri fiscali potenziali:

- nozione, 20.
 — trattamento in sede di valutazione delle aziende, 21.

Orizzonte economico dell'azienda:

- suddivisione in fasi o zone, 43, 66.

P

Pacchetti azionari:

- nozione, 84.
 — valutazione dei pacchetti di maggioranza, 84.
 — valutazione dei pacchetti minoritari, 85.

Perdite fiscali detraibili:

- nozione, 20.
 — trattamento in sede di valutazione delle aziende, 21.

Periodo di detenzione dell'azienda:

- ai fini dell'applicazione dei metodi finanziari, 51.

Premio di maggioranza:

- ai fini della valutazione dei pacchetti di maggioranza, 85.

Premio per il rischio generale d'impresa:

- ai fini della determinazione del tasso di capitalizzazione, 38.
 — modalità di valutazione, 38.

Prezzi orientativi:

- prezzi di aziende similari, 72.
- quotazioni di borsa, 72.

Procedimenti di controllo:

- in caso di valutazioni multiple, 73.

Procedimento di base:

- in caso di valutazioni multiple, 73.

Profilo dell'azienda:

- ai fini della valutazione, 69.

Programmazione aziendale formalizzata:

- utilità e limiti ai fini della valutazione delle aziende, 33, 43, 71.
- piani pluriennali e budget annuale, 33.

Q**Quotazioni di borsa:**

- limiti del loro utilizzo in sede di valutazione, 11, 72.

R**Raccomandazioni UEC:**

- prime formulazioni, 63.
- recenti orientamenti, 65.

Ramo d'azienda:

- nozione, 87.
- valutazione, 87.

Reddito da capitalizzare:

- reddito prelevabile, 29.
- reddito annuo prospettico, 30.
- reddito medio-normale, 30.

- reddito espresso in potere d'acquisto costante, 29.
- reddito al netto dei proventi degli investimenti accessori, 29.
- reddito di pertinenza del capitale proprio, 29.
- analisi della gestione passata, 30.
- analisi delle prospettive di gestione, 33.
- conto economico prospettico, 34.
- nozione di «reddito annuo normalizzato», 35.

Revisione contabile degli elementi attivi e passivi del patrimonio:

- aggiustamenti eventuali, 14.

Revisione contabile dei componenti di reddito:

- aggiustamenti eventuali, 30.
- rettifiche in periodi d'inflazione, 31.

Rischio generale d'impresa:

- nozione, 38.
- fattori determinanti, 38.

Riserva LIFO:

- nozione, 17.

S**Sconto di minoranza:**

- ai fini della valutazione dei pacchetti minoritari, 86.

Situazione patrimoniale:

- di fine periodo, 13.
- infra-annuale, 13.

Soprareddito (o extrareddito):

- significato, 56.
- durata del soprareddito, 57.

Stima analitica degli elementi attivi e passivi del patrimonio:

- significato, 12.

T**Tasso di capitalizzazione:**

- significato, 36.
- tasso di puro interesse, 37.
- premio per il rischio generale d'impresa, 38.
- difficoltà di smobilizzo dell'investimento in capitale proprio, 40.
- «soluzioni convenzionali», 40.

Tasso di puro interesse:

- ai fini della determinazione del tasso di capitalizzazione, 37.
- termini di riferimento, 37.

Tasso di remunerazione normale del capitale investito:

- significato, 56.
- modalità di calcolo, 56.

Trasferimento dell'azienda:

- cessioni, 4.
- apporti e fusioni, 5.
- operazioni varie sul capitale, 5.
- altre operazioni (espropri, divisioni, ammissione alle quotazioni), 6.

V**Valore dell'azienda:**

- valore di stima, 7.
- valore generale, 7.

- valore particolare (valore di cessione, valore di acquisizione), 8.
- valore effettivo di scambio, 7.

Valore di liquidazione:

- nozione, 81.

Valore di realizzo terminale dell'azienda:

- ai fini dell'applicazione dei metodi finanziari, 49.
- determinazione, 50-51.
- «criterio patrimoniale», 50.
- «criterio reddituale», 50.

Valore patrimoniale dell'azienda:

- valore patrimoniale semplice, 22, 58.
- valore patrimoniale complesso, 22.
- validità, 23.

Valore reddituale dell'azienda:

- valore reddituale semplice, 29, 58.
- valore reddituale complesso, 45.
- validità, 45.

Valori correnti di sostituzione:

- immobilizzazioni tecniche, 15.
- valori immateriali, 16.
- magazzino, 16.
- crediti e debiti, 17.
- fondi di accantonamento per oneri e rischi, 18.
- investimenti accessori, 19.

Valori di mercato:

- assenza o scarsa significatività nel caso delle aziende, 10.

Valutazione delle aziende:

- scopo conoscitivo, 7.

Valutazioni multiple:

- significato, 72.
- decisione finale, 73.