

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

3. I metodi reddituali

3.1. Premessa

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

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

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

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

3.2. La formula di capitalizzazione usata

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

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

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

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

3.3. La figura del reddito di riferimento

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

3.4. Le tecniche di stima del reddito

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

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

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

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

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

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

3.5. Conclusioni

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

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

4. I metodi misti

4.1. Premessa

Sono così definiti i metodi che tengono conto esplicitamente, in un'unica formula, di valutazioni sia patrimoniali sia reddituali.

La prassi evidenzia due tipi di soluzioni alternative: *a)* il *metodo della media*; *b)* il *metodo misto (patrimoniale-reddituale) della capitalizzazione limitata del sovrareddito*.

4.2. Il metodo della media

Esso valuta frequentemente $W = (K + R/i')/2$ attuando la media semplice tra un W stimato col *metodo patrimoniale semplice* e un altro W stimato col *metodo reddituale* nell'ipotesi della capitalizzazione illimitata del reddito ($W = R/i'$); in via alternativa, utilizza una stima col *metodo reddituale* basata sulla capitalizzazione del reddito per un tempo determinato ($W = Ra_{\overline{n}|i'} + v_n$). È evidente che, al fine di realizzare un minimo di omogeneità tra le due stime di W (patrimoniale e reddituale) di cui poi si mediano i risultati, occorre che gli elementi che concorrono ad esprimere R (cioè il reddito medio prospettico normalizzato da capitalizzare) siano coerenti con gli altri cui sono collegati nella stima del K (per esempio per quanto riguarda la stima degli ammortamenti delle immobilizzazioni tecniche, degli effetti reddituali della fiscalità latente nel valutare le attività a prezzi di mercato e non a valore di libro, ecc.).

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

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

3.5. Conclusioni

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

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

4. I metodi misti

4.1. Premessa

Sono così definiti i metodi che tengono conto esplicitamente, in un'unica formula, di valutazioni sia patrimoniali sia reddituali.

La prassi evidenzia due tipi di soluzioni alternative: *a)* il *metodo della media*; *b)* il *metodo misto (patrimoniale-reddituale) della capitalizzazione limitata del sovrareddito*.

4.2. Il metodo della media

Esso valuta frequentemente $W = (K + R/i'')/2$ attuando la media semplice tra un W stimato col *metodo patrimoniale semplice* e un altro W stimato col *metodo reddituale* nell'ipotesi della capitalizzazione illimitata del reddito ($W = R/i''$); in via alternativa, utilizza una stima col *metodo reddituale* basata sulla capitalizzazione del reddito per un tempo determinato ($W = Ra_{\overline{n}|r} + v_0$). È evidente che, al fine di realizzare un minimo di omogeneità tra le due stime di W (patrimoniale e reddituale) di cui poi si mediano i risultati, occorre che gli elementi che concorrono ad esprimere R (cioè il reddito medio prospettico normalizzato da capitalizzare) siano coerenti con gli altri cui sono collegati nella stima del K (per esempio per quanto riguarda la stima degli ammortamenti delle immobilizzazioni tecniche, degli effetti reddituali della fiscalità latente nel valutare le attività a prezzi di mercato e non a valore di libro, ecc.).