
Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer

CAPITOLO I

LA VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

F. Poddighe - S. Madonna ()*

SOMMARIO: 1. Alcune nozioni preliminari: il trasferimento quale presupposto per la valutazione. – 2. Una premessa metodologica. – 3. I concetti di *valutazione* e *misurazione* di un bene economico. – 4. La nozione di Capitale Economico. – 4.1. Le differenze con il prezzo di trasferimento. – 5. Le tecniche di valutazione. – 6. I metodi patrimoniali. – 6.1. Il metodo patrimoniale semplice. – 6.2. Il metodo patrimoniale complesso. – 6.3. I capitali accessori. – 7. I metodi reddituali. – 7.1. La determinazione del reddito da capitalizzare. – 7.2. La scelta del tasso di capitalizzazione. – 8. I metodi finanziari. – 9. I metodi misti. – 10. I metodi diretti. – 11. Alcune valutazioni particolari. – 11.1. La valutazione delle aziende in perdita. – 11.2. La valutazione dei pacchetti azionari. – 11.3. Una breve introduzione alla valutazione delle *holdings*.

1. Alcune nozioni preliminari: il trasferimento quale presupposto per la valutazione

Numerose sono le ipotesi nelle quali può rendersi necessaria od opportuna la valutazione del sistema aziendale.

Talune di queste ipotesi sono previste dalla Legge (per il vero non sempre in modo chiaro); altre sono motivate da esigenze informative del soggetto economico o del complesso degli attori – pubblici o privati, individuali o collettivi – che entrano in relazione diretta o indiretta con

(*) Il presente capitolo deve ritenersi patrimonio culturale condiviso. Tuttavia, i paragrafi 1 e 2 sono da attribuirsi a Francesco Poddighe, il resto del capitolo a Salvatore Madonna.

l'azienda (il sistema degli *stakeholder*), interessati alla dinamica economica o al valore del complesso aziendale.

In questo contesto, la nostra attenzione si concentrerà sui soli processi valutativi connessi al trasferimento dell'azienda o, meglio, al trasferimento del capitale aziendale.

Spesso l'azienda è oggetto di trasferimento; la proprietà del suo capitale, cioè, viene trasferita – per varie ragioni sulle quali rifletteremo tra breve – da un soggetto ad un altro.

Sul mercato i casi di trasferimento del capitale aziendale si vanno facendo sempre più frequenti.

Molte aziende, ad esempio, imboccano la via dello sviluppo dimensionale mediante l'acquisizione di altre aziende invece che mediante lo sviluppo interno delle proprie potenzialità e strutture.

In altri casi il soggetto economico decide di cessare l'attività imprenditoriale: pertanto vende il complesso aziendale ad altro soggetto, che ritiene conveniente subentrare nell'attività cessata dall'altro.

Altre volte sono i soci di una società che desiderano liquidare il proprio investimento: ad esempio, per cambiare tipo di attività; capita così che vendano, in toto o in parte, la loro partecipazione.

Altre volte ancora si può verificare che, in sede di costituzione di una società, uno dei soci possa «conferire in natura», cioè «apportare», invece di denaro, un'azienda o un ramo d'azienda in esercizio.

In certi altri casi una società può giudicare conveniente attuare una politica di sviluppo congiunto, fondendosi con un'altra, incorporandola o dando vita ad una nuova società.

In tutte queste eventualità – che costituiscono solo una rappresentazione decisamente parziale dei possibili casi – si attua il trasferimento del capitale aziendale e quindi si rende necessaria una sua valutazione.

Volendo offrire un quadro sistematico delle più significative operazioni che possono dar luogo ad ipotesi di trasferimento – dalle quali quindi discende l'esigenza di **valutare** il capitale aziendale – si può utilemente far riferimento alla schematizzazione proposta dal Paganelli e che riprendiamo qui di seguito.

a. Cessioni

- *cessione d'azienda (in forma individuale o societaria);*
- *cessione di titoli che rappresentano il capitale di una società.*

Si tratta di cessioni in senso stretto, in tutto e per tutto assimilabili ad una usuale operazione di compravendita. In questo caso, oggetto di cessione può essere l'aggregato dei beni che costituisce l'azienda oppure i titoli che ne rappresentano la proprietà. Nel primo caso, si ha la cessione di una impresa individuale o di un'azienda societaria, che viene enucleata dalla rispettiva società che continua ad operare. Nel secondo caso, si tratta di titoli che rappresentano, in toto o in parte, il capitale di una società.

In entrambe le circostanze la contropartita è sempre rappresentata da una somma di denaro, che sarà corrisposta secondo gli accordi tra le parti e che rappresenta il prezzo dello scambio.

b. Apporti e fusioni

- *apporto – di un'azienda o dei titoli che rappresentano, in toto o in parte, il capitale di una società – in una nuova società;*
- *fusione di più società, con il meccanismo dell'incorporazione oppure mediante la genesi di una nuova società.*

L'apporto di un'azienda individuale o societaria (scorporata dalla società «di origine»), dei titoli che rappresentano – in toto o in parte – il capitale di una società o, infine, di un ramo di azienda: si tratta, in questi casi, di un conferimento in natura per il quale si rende necessaria una appropriata valutazione. In contropartita si ottiene un certo pacchetto di titoli rappresentativi del capitale della società che beneficia dell'apporto. La valutazione è appunto necessaria per stimare il valore di apporto e quindi, di conseguenza, l'entità della contropartita (in termini di partecipazione al capitale della società ricevente) spettante al conferente.

Nella fusione sono invece oggetto di valutazione le società partecipanti, in modo da definire il rapporto di scambio («concambio») tra i titoli delle società partecipanti e quelli della società risultante o incorporante, stabilendo così i rapporti di forza nella compagine sociale dell'incorporante o risultante.

c. Operazioni sul capitale

- *aumento di capitale con ingresso di nuovi soci;*
- *emissione di obbligazioni convertibili in azioni;*
- *liquidazione di un socio, con conseguente diminuzione del capitale sociale.*

Nel primo caso (aumento di capitale) si tratta, com'è facile intuire, di definire il valore del complesso aziendale in modo da stabilire, proporzionalmente, il prezzo di emissione delle azioni o delle altre quote di partecipazione al capitale da assegnare ai nuovi soci.

La seconda circostanza (obbligazioni convertibili) è del tutto simile alla prima in quanto, come noto, le obbligazioni convertibili possono essere trasformate – secondo uno specifico rapporto di cambio – in azioni: perciò sarà necessario stimare il valore complessivo dell'azienda per ricavarne, in modo proporzionale, il prezzo di emissione dei titoli obbligazionari convertibili.

Infine, il caso della liquidazione del socio: si tratta, in buona sostanza, di una situazione molto simile alla cessione di titoli di proprietà. In questi casi il problema consiste nel definire il valore di rimborso della quota spettante al socio uscente: a tal fine è necessario, anche in questo caso, definire in primo luogo il valore dell'insieme, per ricavarne una utile indicazione sul valore della quota del socio da liquidare.

d. Operazioni diverse

- *esproprio di una azienda (individuale o societaria) o dei titoli rappresentativi del capitale di una società per motivi di pubblico interesse;*
- *trasferimento mortis causa;*
- *scissione, ai sensi della vigente normativa;*
- *divisione di una azienda (nei casi di scioglimento di comunione, successione ereditaria o donazione);*
- *ammissione di una società alla quotazione sui mercati regolamentati.*

Nell'ipotesi di esproprio per motivi di interesse generale, è necessario valutare il complesso aziendale espropriato al fine di stabilire il congruo indennizzo da riconoscere al proprietario o ai soci espropriati.

Nei casi di successione, alcune volte capita che il patrimonio trasferito sia piuttosto articolato e si componga anche di una o più aziende o partecipazioni societarie. Si pone allora il problema di una valutazione complessiva dell'asse ereditario – e quindi anche delle aziende o delle partecipazioni societarie – per la sua equa divisione tra gli aventi causa, oppure ai fini della necessaria verifica sul rispetto delle quote di legittima.

Nella scissione, così come nella divisione di una azienda o di un complesso societario tra più soggetti a seguito delle circostanze sopra menzionate, è necessario procedere ad una valutazione per giungere, di

conseguenza, a definire il valore della quota di riparto spettante a ciascun soggetto coinvolto.

Infine, anche l'ammissione di una società alla quotazione su un mercato regolamentato impone di operare una valutazione dell'aggregato aziendale, così da poter avere un termine di riferimento per l'avvio delle quotazioni. Tra l'altro, tale tipo di valutazione investe anche aspetti di particolare delicatezza se si pensa che, in alcuni casi, queste operazioni costituiscono sollecitazione del pubblico risparmio.

2. Una premessa metodologica

Come si sarà certo compreso dalle pur brevi riflessioni del paragrafo introduttivo, il problema della valutazione delle aziende, oltre ad essere uno dei più affascinanti campi di ricerca, riveste un'importanza crescente nell'alveo degli studi economico-aziendali e nella pratica professionale.

Il rilievo attribuito a tale argomento non risponde soltanto a considerazioni di ordine teorico, quanto ad esigenze di carattere operativo. In tempi recenti, si sono infatti notevolmente accresciute le occasioni in cui si rende necessario conoscere il valore attendibilmente attribuibile ad un complesso aziendale.

Ciò è essenzialmente riconducibile a due ordini di motivazioni.

In primo luogo, al moltiplicarsi delle occasioni di trasferimento delle aziende – pubbliche e private, in condizioni di normale continuità operativa – a seguito dei profondi e radicali mutamenti intervenuti negli scenari economici nazionali ed internazionali.

In secondo luogo, alla progressiva sostituzione del tradizionale obiettivo della massimizzazione del profitto con quello, più attuale, della massimizzazione del valore economico dell'azienda: vero e proprio orientamento strategico di fondo dell'istituzione economica destinata a perdurare nel tempo, in condizioni di durevole equilibrio economico e finanziario.

Secondo questo approccio, cambiano i parametri presi a riferimento nelle misure di efficacia ed efficienza della gestione: se l'elemento centrale diviene il valore del capitale economico, allora occorrerà valutare i risultati delle decisioni aziendali sulla base del «valore creato» dalle stesse.

In altri termini, se l'obiettivo è quello della *creazione del valore*, ne consegue che la valutazione deve essere intesa come uno strumento operativo essenziale nella gestione strategica.

Il *management* si avvarrà delle tecniche di misurazione per la determinazione del valore creato, per il controllo dinamico dei mutamenti che possono interferire con la capacità di aumentare tale valore, nonché per la comunicazione dei risultati raggiunti.

Malgrado gli sforzi, benché si sia giunti ad una sistemazione teorica della materia, il concreto problema della valutazione aziendale non è stato ancora risolto in modo del tutto soddisfacente.

La riprova è data non tanto nella molteplicità delle procedure di valutazione – fatto che riflette, almeno in parte, il multiforme manifestarsi della realtà aziendale – quanto dalla costante evoluzione delle tecniche di rilevazione (in particolare, si ricorda l'EVA, *Economic Value Added*, di cui più avanti nel corso del capitolo) ovvero dalle continue modifiche apportate ai metodi tradizionali: patrimoniali, reddituali, misti, finanziari.

Proprio le metodologie di valutazione costituiscono oggetto di attenzione nell'ambito di questa prima parte del volume. Ciò nella consapevolezza che – come si è appena ricordato – la conoscenza del valore del capitale economico di azienda è propedeutica alle operazioni di finanza straordinaria e comunque fondamentale, nella pratica professionale in genere oltre che importantissimo strumento di *management*.

3. I concetti di *valutazione* e *misurazione* di un bene economico

Nel contesto degli studi cui ci riferiamo, «valutare» significa esprimere in termini monetari l'essenza di un bene economico.

Tuttavia, valutare non significa «misurare». La valutazione, infatti, non consiste semplicemente nella *misurazione* monetaria dei beni: in effetti, quest'ultima espressione richiama una dimensione puramente «quantitativa». Perciò, a nostro avviso, non è sufficiente ad esprimere il vasto contenuto del processo valutativo che, al contrario, ha una duplice natura, quantitativa e qualitativa.

La valutazione non può quindi essere ridotta ad un fatto esclusivamente quantitativo, ad una semplice «conta».

A ben vedere, infatti, la sintesi numerica che scaturisce dal procedimento valutativo, sottende un «giudizio», un «apprezzamento» sul modo di essere di un bene economico e sulle particolari relazioni che lo legano al complesso aziendale (aspetto qualitativo).

Tale apprezzamento, peraltro, può dipendere fortemente dalla «sensibilità» del soggetto chiamato a «valutare». Come ben si può comprendere, esiste la probabilità, non remota, che valutazioni effettuate da soggetti diversi, differiscano anche in termini non irrilevanti.

La valutazione, quindi, è il risultato di una serie di apprezzamenti che, a seconda del modo con cui vengono effettuati, possono spostare sensibilmente i valori attribuiti ai singoli beni economici.

Viceversa, la misurazione, in genere, fa riferimento ad un'attività di tipo prettamente oggettivo, esente da elementi di apprezzamento o giudizio.

Con la valutazione, invece, allo stesso aggregato di riferimento possono attribuirsi diversi valori, a seconda del modo con cui la loro posizione relazionale viene esaminata.

La differenza tra il concetto di *valutazione* e quello di *misurazione* appare ancor più evidente avendo riguardo ad un particolare bene economico: l'azienda.

Secondo la definizione prevalente, l'azienda si sostanzia in un complesso organizzato di beni finalizzato all'esercizio dell'attività imprenditoriale: è un bene unitario, autonomo e di ordine superiore rispetto ai singoli elementi che la compongono; inoltre, può definirsi come un fenomeno complesso, alla cui formazione concorrono forze palesi ma anche forze non evidenti, forze quantificabili ma anche forze di difficile apprezzamento.

Ciò posto, si ricava che la valutazione di un'azienda non può limitarsi ad una semplice *misurazione* monetaria dei beni di cui la stessa si compone.

4. La nozione di Capitale Economico

Il capitale di impresa, nell'alveo degli studi economico aziendali, rappresenta un'entità astratta, potendo assumere diverse configurazioni, a seconda delle finalità che, di volta in volta, si intende perseguire. Così,

ad esempio, ai fini della determinazione del reddito, si individua il *capitale di gestione* o di *funzionamento*; in caso di liquidazione, si determina il *capitale di stralcio*; nelle occasioni in cui si intenda identificare il valore economico dell'azienda, si calcolerà il *capitale economico*.

Quindi, il concetto di capitale economico fa riferimento alla particolare configurazione del capitale di impresa che viene considerato nelle occasioni in cui ci si propone di valutare complessivamente il sistema aziendale, in vista del suo trasferimento.

Già da questa definizione di primo approccio, si ricavano alcuni importanti spunti di riflessione.

Occorre, anzitutto, rilevare che il capitale economico costituisce una misura *globale e sintetica*, atta ad esprimere il valore del complesso aziendale nella sua interezza.

Ciò posto, si ricava agevolmente la contrapposizione con il capitale contabile. Quest'ultimo, invece, deve intendersi come un aggregato di valori, scindibile in componenti elementari ed analitiche ⁽¹⁾.

Naturalmente, il presupposto di valutazione sottende che l'azienda trasferita sia destinata ad operare in condizioni di durevole equilibrio economico e finanziario. In altri termini, la nozione di capitale in esame si fonda sull'ipotesi di futuro funzionamento dell'istituzione economico-aziendale, destinata a perdurare nel tempo e si propone principalmente il fine di ottenere un'adequata base per poter orientare razionalmente il **prezzo** del trasferimento del suo controllo economico.

Quindi, si mira a determinare un valore teorico di riferimento che possa costituire una valida base di partenza per le negoziazioni che porteranno all'individuazione dell'effettivo prezzo di trasferimento.

Sostanzialmente, per dirla con le parole del Ferrero, il valore economico del capitale deve essere inteso come «presunto valore di scambio».

A questo proposito, vale la pena riflettere sul requisito di *neutralità* del perito nell'atto di elaborare le proprie stime: anche quando commissionata da una delle parti implicate nella negoziazione, l'attività deve essere condotta con la necessaria autonomia intellettuale.

⁽¹⁾ Su questa linea si esprime gran parte della prevalente dottrina, la quale sostiene che la nozione di *capitale di bilancio*, in quanto è necessariamente distinto nei suoi componenti elementari, contrasta con la nozione di *capitale economico* d'impresa, che è un tutto unico che, in quanto tale, non può essere scisso in parti costitutive.

Occorre tuttavia distinguere tra neutralità e oggettività. Mentre la prima fa riferimento ad un atteggiamento intellettuale doveroso da parte dell'esperto, la seconda fa riferimento ai risultati ottenuti ed è una condizione impossibile da realizzare. È bene infatti sottolineare che, nonostante il rispetto del principio di neutralità, la valutazione del capitale economico resta pur sempre permeata da forti elementi di soggettività. Difatti, il capitale d'impresa, nella configurazione considerata, si costituisce come entità astratta: quindi, nella delicata opera di apprezzamento, non di rado si impone il ricorso a stime e congetture.

Come ben si può immaginare, gli ampi spazi lasciati all'apprezzamento personale hanno suscitato più di una perplessità circa l'attendibilità delle misure elaborate: indebolendo seriamente l'intero impianto concettuale.

Occorre perciò sforzarsi di individuare un insieme di requisiti cui far riferimento per contenere gli ambiti di discrezionalità entro limiti accettabili.

Secondo l'elaborazione del Guatri, occorre soddisfare i principi di *razionalità*, *obiettività* e *generalità*.

Il principio di *razionalità* implica che la tecnica adottata deve essere concettualmente valida e supportata da un'adeguata elaborazione teorica.

L'*obiettività* è il naturale compendio alla razionalità formale: è necessario che il metodo possa essere concretamente applicabile alla realtà operativa, deve cioè caratterizzarsi per una «credibilità sostanziale» ⁽²⁾.

Il criterio della *generalità*, infine, impone che la procedura di valutazione non sia in alcun modo influenzata dalle posizioni e dagli interessi delle parti coinvolte.

Ciò, si badi, non significa che si debba realizzare una sorta di mediazione tra la posizione del cedente e quella dell'ipotetico

⁽²⁾ In linea con il Guatri, si osserva che esistono procedimenti raffinati, di alto significato teorico, che tuttavia forniscono risultati incerti o addirittura privi di senso, in quanto implicano l'assunzione di conoscenze di fatto non disponibili o che, comunque, sono il frutto di mere presunzioni, e quindi largamente (eccessivamente) arbitrarie. In tal caso, alla razionalità formale del procedimento corrisponde una scarsa credibilità sostanziale.

acquirente: non si tratta di addivenire ad una «composizione» dei differenti interessi. Questa si ottiene, eventualmente, con la fase della *contrattazione* che, come noto, rappresenta un momento distinto e successivo.

Al contrario, il principio della generalità prescrive semplicemente che le posizioni dei contraenti non debbano in alcun modo essere considerate nell'ambito del procedimento di valutazione. Va da sé, perciò, che qualsiasi tentativo di «negoziiazione» viola tale prescrizione.

4.1. *Le differenze con il prezzo di trasferimento*

Le considerazioni sin qui svolte, ci portano ad evidenziare la sostanziale distinzione concettuale tra il **valore attribuito** al capitale economico e il **prezzo effettivo di scambio**.

La misura del capitale economico, come si è già rilevato, rappresenta soltanto un parametro teorico di base a cui le parti fanno riferimento nel momento del negoziato. Il prezzo di trasferimento, invece, è il risultato cui approda – se si conclude con esito positivo – la fase della contrattazione.

La differenza tra i due valori, quindi, si determina per gli effetti delle variabili che intervengono durante le trattative.

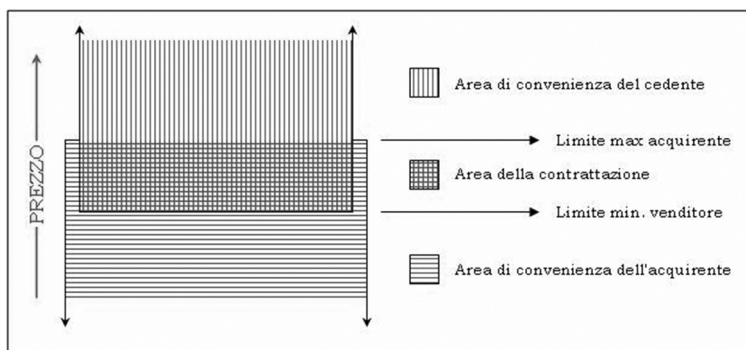
La risultante di queste forze contrapposte determina spostamenti, anche sensibili, del prezzo di cessione nell'ambito di un intervallo denominato «area della contrattazione».

Normalmente, questa banda di oscillazione è limitata dai valori estremi dell'area di convenienza individuale del cedente e dell'acquirente ⁽³⁾.

Un'efficace rappresentazione grafica del meccanismo è la seguente ⁽⁴⁾:

⁽³⁾ In linea con Airoidi, Brunetti e Coda si osserva che il capitale economico, inteso come valore «generico» o «generale», va distinto dal valore economico assegnato nella prospettiva di una sola parte contraente. Per il cedente si tratta di stabilire il valore minimo al quale è disposto a cedere mentre per l'acquirente l'obiettivo è posto sul valore massimo al quale è disposto a concludere la negoziazione.

⁽⁴⁾ Riprendiamo qui una efficace rappresentazione grafica proposta da Paoloni e Cesaroni.



Si comprende con immediatezza che, al ridursi dell'area di sovrapposizione tra le aree di convenienza delle parti, si fanno più esigui gli spazi di contrattazione. Qualora, addirittura, non si abbia intersezione tra gli ambiti della convenienza personale, si determina una situazione di inconciliabilità tra le contrapposte esigenze: per cui, molto probabilmente, non sarà possibile addivenire ad un accordo ⁽⁵⁾.

L'interazione tra acquirente e cedente nella fase di negoziazione si sviluppa sotto l'influsso di due distinti ordini di variabili – soggettive ed oggettive – che trovano la loro sintesi nel prezzo di cessione dell'azienda.

Le condizioni *soggettive* si riferiscono all'atteggiamento adottato dai contraenti e, in estrema sintesi, dipendono dalla forza contrattuale e dall'abilità negoziale.

Le condizioni *oggettive*, invece, sono da ricondurre al giudizio di convenienza individuale elaborato da ciascuna controparte. Normalmente, questo apprezzamento valuta i potenziali benefici che ciascuna parte potrebbe ricavare dall'operazione ⁽⁶⁾.

⁽⁵⁾ In effetti, esiste la possibilità, piuttosto remota per il vero, che, nel corso della fase negoziale, intervengano degli eventi tali da modificare le posizioni di partenza. In questo modo, una delle parti (talvolta entrambe) possono essere spinte a rivedere la struttura della propria area di convenienza. Così, una situazione che inizialmente appariva inconciliabile può lasciare spazio a manovre contrattuali. Naturalmente, può verificarsi anche l'evenienza opposta: una iniziale posizione di sovrapposizione degli interessi individuali può involvere in una situazione di incompatibilità.

⁽⁶⁾ A questo proposito, si ritiene interessante riflettere sul fenomeno della «economicità aziendale conseguibile solo in seno al gruppo», così come descritto dall'Onida.

Estratto

Estratto da un prodotto in vendita su **ShopWKI**, il negozio online di Wolters Kluwer Italia

Vai alla scheda →

Wolters Kluwer opera nel mercato dell'editoria professionale, del software, della formazione e dei servizi con i marchi: IPSOA, CEDAM, Altalex, UTET Giuridica, il fisco.



Wolters Kluwer