

La creazione di valore nelle imprese agricole e la sua valutazione*

Paolo Giacomelli

1. Premessa

L'Estimo rurale e, in generale, la scienza estimativa, ha trascurato negli ultimi periodi l'approfondimento delle tematiche relative alla valutazione delle imprese ed ai relativi processi di creazione del valore, con particolare riferimento alle imprese agricole. La presenza storica delle imprese agricole nell'economia ha sostenuto infatti, in passato, lo sviluppo di un percorso metodologico di valutazione (Polelli, 1997) delle stesse, specifico e separato rispetto a quello successivamente adottato per altri tipi d'impresa (Famularo, 1945; Medici, 1972).

D'altronde, se lo sviluppo di nuove problematiche connesse all'Estimo ha spostato l'attenzione dei ricercatori verso i problemi territoriali, ambientali, urbanistici, va rilevato che la valutazione delle imprese e l'analisi del valore creato dalle stesse hanno compiuto numerosi passi in avanti, compiuti dai ricercatori dell'Economia aziendale, anche sulla base dei numerosi stimoli ricevuti dai mercati. Il problema della valutazione delle imprese operanti nel settore primario è comunque ancora presente, sia in considerazione dei trasferimenti di imprese agricole o di singoli appezzamenti che sono ancora estremamente rilevanti nell'ambito dell'attività agricola¹, sia perchè contemporaneamente cresce il numero di imprese che raggiungono dimensioni economiche consistenti e presentano notevoli necessità di valutazione e controllo a fini strategici.

Questo contributo tenta di approfondire un'analisi critica sul tradizionale modello teorico di riferimento per la valutazione delle imprese agricole, cercando inizialmente di metterne in luce gli aspetti che, attualmente, appaiono sostanzialmente superati e non più coerenti con le

* L'Autore desidera ringraziare il prof. Mario Polelli per gli utili consigli ricevuti durante la stesura del presente lavoro, nonché gli anonimi lettori della Rivista per i suggerimenti proposti, che hanno permesso di migliorare la stesura. Ovviamente ogni responsabilità ed imprecisione è da imputare all'Autore.

1) Seppure manchino specifiche informazioni statistiche in proposito, si può stimare che i trasferimenti nel nostro paese interessino annualmente superfici dell'ordine di alcune decine di migliaia di ettari, per un valore superiore ai mille miliardi di lire.

realtà delle aziende. A questo proposito già Medici (Medici, 1972) rilevò alcune notevoli difficoltà nella stima delle imprese agricole, a causa dal rapido sviluppo delle tecnologie produttive.

Successivamente vengono considerati i principali metodi di valutazione delle imprese sviluppati nell'ambito dell'economia aziendale e della finanza, cercando infine di individuare le possibili affinità applicative per le imprese agricole.

Questa analisi cerca anche di evidenziare le problematiche teoriche legate all'inserimento, nel corpus della valutazione delle imprese agricole, della recente "teoria di creazione del valore", che prevede la valutazione del capitale creato nel tempo attraverso la gestione dell'impresa, indipendentemente dal fatto che la stessa sia oggetto di trasferimento. Quest'ultimo approccio infatti sembra sempre più rilevante al fine di individuare e valutare le scelte strategiche d'impresa, nonché le decisioni gestionali di medio periodo.

2. Il modello di riferimento tradizionale

Pur essendo generalmente noto, il modello teorico su cui si basa la valutazione delle imprese agricole viene riassunto in modo sintetico, al fine di sottolineare i principali elementi².

La base teorica di riferimento si sviluppa da alcuni assunti principali: il primo riguarda il riconoscimento della concorrenza perfetta nell'ambito del mercato fondiario; il secondo si riferisce invece alla presenza di un imprenditore "ordinario", intendendo, con tale termine, incapace, nella propria attività di organizzazione dei fattori della produzione, di generare un profitto; tale incapacità è connessa inoltre ad una disponibilità "ordinaria" di fattori della produzione, con particolare riferimento al capitale immobiliare.

Il valore viene stimato capitalizzando redditi infiniti e costanti: a tale scopo è determinata una specifica figura di reddito (il beneficio fondiario), destinata a remunerare il proprietario dei beni immobili; tale reddito viene stimato in modo analitico dai ricavi e dai costi medi e presunti ritraibili attraverso l'attività; infine il beneficio fondiario, indi-

2) Per agevolare la sintesi del modello tradizionale si è ritenuto utile non citare i numerosi Autori che, con i propri contributi, hanno contribuito a formare e migliorare tale modello durante tutto il ventesimo secolo.

pendentemente dal fatto di ripetersi annualmente o periodicamente, viene assunto come costante del tempo³.

In modo coerente rispetto all'assunzione del mercato di concorrenza perfetta, il saggio di capitalizzazione del reddito (beneficio fondiario) viene individuato da un meccanismo di comparazione di redditi e valori riferiti a beni analoghi⁴; peraltro tale saggio può essere modificato qualora alcune caratteristiche del bene (che nell'Estimo urbano verrebbero ricomprese tra quelle di tipo localizzativo) possono influire sul valore pur non condizionandone il reddito. Si tratta dei cosiddetti comodi e scomodi.

Infine, una volta determinato il valore in base al meccanismo sopra ricordato, vengono aggiunti o sottratti importi derivanti dalla presenza di componenti tipicamente patrimoniali estranee alla situazione ordinaria, quali ad esempio immobili eccedenti il normale fabbisogno aziendale, debiti con garanzia ipotecaria.

Il modello teorico sopra brevemente rammentato sembra trovare una propria giustificazione alla luce della situazione tradizionale in cui operava l'agricoltura: l'attività d'impresa agricola si basò, per periodi estremamente lunghi, su tecnologie produttive e meccanismi organizzativi costanti, che non potevano far generare redditi differenziali. I fattori capaci di fornire sovraredditi rispetto alla media dipendevano

3) Seppur noto, si rammenta per comodità che la capitalizzazione si può realizzare su redditi annuali (R) :

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

oppure periodici ($\hat{A}Pr$ - $\hat{A}Sp$) :

$$V = \frac{\sum Pr - \sum Sp}{q^n - 1}$$

dove r , q ed n hanno i significati noti.

4) Anche in questo caso si rammenta per memoria che il tasso di capitalizzazione r viene determinato:

$$r = \frac{Bf_1 + Bf_2 + Bf_3 + \dots + Bf_n}{V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n}$$

Dove i vari Bf corrispondono ai V delle transazioni $1, 2, \dots, n$ di beni simili per caratteristiche intrinseche ed estrinseche.

prioritariamente, anche se non esclusivamente, dalle condizioni meteoclimatiche, associate alla fertilità naturale del terreno stesso; su tali fattori la capacità umana aveva limitate possibilità d'intervento, collegate alle rotazioni colturali, alle modalità di pascolamento, al rispetto delle tecniche produttive.

In questo contesto risultava significativo il concetto di "imprenditore ordinario"; inoltre la mancanza di economie di scala, così come di sostituzione tra il capitale strumentale ed il lavoro dovuta all'assenza d'innovazioni, rendeva ragionevole, in termini di valutazione, l'uguaglianza impresa=terreno. Infine, sempre per tali motivazioni appariva giustificato il diretto confronto con altre unità produttive, transitate sul mercato, per determinare il saggio di capitalizzazione.

3. I limiti del modello di valutazione tradizionale

Un'approfondita analisi sviluppata da Campus (Campus, 1983) nell'ambito di un Incontro di Studio CeSET, ha messo in evidenza alcuni aspetti critici del modello di valutazione tradizionalmente impiegato. Su tale base di discussione sono presenti altri interessanti contributi (Lechi, 1983; Malacarne, 1983; Iacononi, 1983), che permettono di approfondire le problematiche ed i limiti connessi al tradizionale modello.

La prima rilevante considerazione può svilupparsi con riferimento all'approccio teorico sulla valutazione delle imprese agricole, il quale si è progressivamente allontanato dalla ricerca empirica nel XIX° secolo, generando un sistema teorico logico e completo, ma suscettibile "... di molti arricchimenti di metodo e di logica..." (Campus, 1983, p. 28). Diversamente, l'economia aziendale ha sviluppato nel tempo un'elevata capacità di indagine, che ha portato alla formulazione di modelli di valutazione sostanzialmente differenti rispetto a quello impiegato nel settore agricolo, nei quali la razionalità ed il pragmatismo sembrano far premio sulla completezza teorica. A questo proposito è stato ripetutamente affermato (Lechi, 1983; Iacononi, 1983), e si può ragionevolmente concludere, che i principi di valutazione siano sostanzialmente comuni. In particolare Malacarne (Malacarne, 1983) riconosce tali principi nella previsione, che rappresenta carattere essenziale ed immanente di ogni processo di valutazione, nel condizionamento della valutazione stessa alle finalità per le quali si esegue (a questo proposito anche Di Cocco, 1960 e Famularo, 1963), nella presenza di meccanismi comparativi, parte

integrante del processo di valutazione. Ciò permetterebbe di riconoscere che esiste comunque un unico approccio teorico generale dell'estimo.

Facendo specifico riferimento ai meccanismi di valutazione, è possibile osservare come, partendo dalla nota considerazione secondo la quale i principali prodotti agricoli sono offerti in un mercato di concorrenza perfetta, si dovrebbe dedurre che eventuali profitti possono essere associati esclusivamente alla presenza di imprenditori particolarmente capaci ed abili, i quali, cedendo l'azienda, non trasferiscono tale capacità poiché l'organizzazione interna non permette di trasferire questa professionalità. Pertanto l'azienda che viene ceduta facilmente non è in grado di riprodurre tale capacità reddituale, poiché il nuovo imprenditore non conosce o non ha acquisito la stessa professionalità.

Conseguentemente le imprese agricole si dovrebbero assomigliare fortemente sul piano dell'organizzazione dei fattori produttivi, giustificando il riferimento all'imprenditore ordinario; ma già lo stesso Campus nel 1983, riconosce che le imprese agricole non sono omogenee, anzi presentano un elevato grado di specificità, tale da renderle difficilmente paragonabili.

Si osserva anche che la scarsa o assente remunerazione del capitale, ed in particolare del capitale fondiario, non influenzi i prezzi di mercato⁵; a tale proposito si riconosce l'esistenza almeno di due mercati diversi: il primo relativo agli appezzamenti di terreno ed alle piccole aziende, il secondo riguardante invece le grandi aziende⁶. Si tratta peraltro di due mercati che si presentano interconnessi ma, in particolare per il secondo, possono essere rilevate notevoli differenziazioni, soprattutto in presenza di attività zootecniche, di industrie agrarie, di produzioni di nicchia o con marchio vendute a consumatori finali.

La diversa incidenza di capitali immobiliari rispetto ai capitali mobiliari rappresenta un ulteriore elemento di differenziazione: qualora i secondi siano fortemente limitati e quantitativamente irrilevanti rispetto ai primi, appare ancora accettabile il tradizionale approccio (Lechi, 1983), mentre laddove i beni strumentali, materiali ed immateriali,

5) D'altronde tale apparente irrazionalità perde il proprio significato alla luce dell'aspettativa razionale di ogni investitore circa l'aspettativa di redditi futuri.

6) Pur essendo noto, sembra opportuno rammentare che il concetto di piccola o grande azienda vada riferito non già alla dimensione fisica, ma alle dimensioni economiche della stessa.

diversi dal terreno, assumono un'importanza crescente, risulta necessario sviluppare considerazioni diverse.

La stima analitica, frequentemente impiegata nelle valutazioni, appare secondo Campus "... una funzione procedurale avente scopi di convincimento delle parti..." (Campus, 1983, p.28), ma si può ragionevolmente affermare che attraverso un percorso analitico, correttamente realizzato, è possibile evidenziare elementi peculiari in grado di influenzare la valutazione e che non potrebbero essere evidenziati attraverso procedimenti di tipo sintetico. In ogni caso sembra di poter condividere l'affermazione di Iaconi "... la pratica estimativa si può suddividere in branche applicative diverse, secondo le specifiche competenze tecnico professionali degli estimatori" (Iaconi, 1983, p. 180).

Le difficoltà sul piano analitico appaiono comunque profonde. Il modello estimativo tradizionale, basato formalmente su un metodo di tipo reddituale, appare in realtà come una perfetta finzione, che non tiene conto delle tipologie di beni, sostanzialmente differenti a seconda che si tratta di appezzamenti di terreno o di grandi aziende in attività.

Nel primo caso appare essenziale la considerazione relativa alla assoluta (qualora non esclusiva) preponderanza del capitale immobiliare rispetto a quello mobiliare; ciò che viene trasferito è un bene immobile, tipicamente acquistato da un operatore già presente nella zona, il quale desidera ampliare la propria impresa. In questa fattispecie è evidente un ulteriore elemento di debolezza del modello tradizionale di valutazione, che non considera la posizione del soggetto acquirente.

Infatti l'imprenditore agricolo (o il coltivatore diretto) chi acquista per ampliare la propria base aziendale di terreno considera di poter diluire una parte dei propri costi di capacità produttiva (in particolare le quote di ammortamento sui beni strumentali, le spese generali, i premi assicurativi non connessi alle coltivazioni) e talvolta anche il costo del lavoro, sperando pertanto di ottenere un incremento di beneficio reddituale maggiore in termini relativi rispetto a quello attuale.

A questo proposito appare utile l'approccio che il Guatri propone (Guatri, 1998) con riferimento al concetto di "valore limite dell'acquisizione" da parte di un acquirente.

Vengono distinte due categorie di operatori: la prima raccoglie gli investitori finanziari, i quali considerano l'azienda dall'esterno, e sono pertanto fortemente interessati ad una valutazione dall'orizzonte temporale sufficientemente ampio, ma definito; tale valutazione incorpora, nel valore dell'impresa, la generazione di liquidità derivante dagli utili

e dalla cessione dell'impresa stessa; la seconda si riferisce all'investitore imprenditore, il quale appare invece maggiormente interessato ad una valutazione dall'interno, finalizzata a determinare il valore in base ai flussi differenziali prodotti dopo l'acquisizione.

Può essere opportuno analizzare l'espressione formale attraverso la quale le due categorie di soggetti sopra ricordati valutano l'impresa. Il soggetto che considera l'impresa dall'esterno tende a valutarla sulla base della seguente espressione:

$$V_0 = [V_n \cdot (1+r)^{-n}] + \sum_{i=1}^n [Ud_i \cdot (1+r)^{-i}]$$

dove:

V_0 = valore dell'azienda al momento T_0

V_n = più probabile valore di mercato dell'azienda al momento T_n

Ud = utile effettivamente distribuito in ogni i -esimo anno. i

Il soggetto che considera l'azienda dall'interno si avvale invece di una prospettiva del seguente tipo:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n [F_i \cdot (1+r)^{-i}]$$

dove:

F = flusso atteso di redditi differenziali in ogni i -esimo anno.

In queste due espressioni la determinazione di r appare sostanzialmente simile, mentre gli orizzonti temporali sui quali si basano le due tipologie di soggetti sono diversi nella generalità dei casi. Infatti l'investitore esterno utilizza, come già indicato, un orizzonte temporale più breve rispetto al soggetto che vede l'azienda dall'interno, ne gestisce lo sviluppo. Quest'ultimo infatti ragiona con una prospettiva temporale che, frequentemente, tende all'infinito.

Con minore frequenza si rileva anche la presenza di acquirenti che operano sulla base delle eventuali prospettive di modifiche nelle destinazioni d'uso: tali operatori iniziano ad incorporare nel valore del bene immobile che acquistano una parte della futura rendita edilizia.

In tali occasioni la valutazione dell'impresa si interseca con quella dei beni immobili (Grillenzoni e Grittani, 1990) in considerazione dell'incidenza del capitale terra sulle risorse finanziarie impegnate.

Se anche questa fattispecie non viene contemplata nel modello tradizionale, sotto questo punto di vista sono peraltro ormai consolidati meccanismi di valutazione capaci di prendere in considerazione tale componente speculativa (Giacomelli e Pareglio, 1994) che valuta il terreno sulla seguente base formale:

$$Va = Rag \frac{(1+r)^n - 1}{r(1+r)^n} + Ve \frac{1}{(1+r)^n}$$

dove:

Rag= reddito agricolo

Ve= valore dell'edificabilità

n= numero anni tra l'attualità ed il momento di affermazione normativa della edificabilità

r= saggio.

Nella valutazione di grandi aziende, ed in particolare di quelle in attività, il processo di stima può diventare particolarmente complesso in relazione a numerosi fattori.

L'incidenza del capitale mobiliare, pur rimanendo in valore assoluto minore rispetto quello immobiliare, tende a crescere; inoltre lo stesso capitale mobiliare può assumere forme diversificate e di differente valore "qualitativo": è sufficiente fare riferimento al grado di rinnovo e all'adeguamento tecnologico dei beni strumentali, per comprendere l'importanza qualitativa oltre che quantitativa del capitale mobiliare.

Le aziende possono detenere immobilizzazioni di tipo immateriale (attualmente presenti in numerose tipologie, quali ad esempio i diritti per l'impianto di vigneti, per la produzione di latte) la cui valutazione può incidere in modo non indifferente sul valore complessivo.

Nel caso di imprese operanti nel settore zootecnico il livello genetico degli animali allevati rappresenta un ulteriore elemento di valutazione specifica: ad esempio le potenzialità derivanti dalla capacità di produrre elevati quantitativi di latte per capo bovino, quella di partorire ed allattare suinetti di una scrofa di riproduzione, quella di garantire un determinato tasso di accrescimento ponderale, non possono evidentemente essere associate alla figura dell'imprenditore ordinario, mentre vengono sicuramente trasferite in una cessione.

Anche la presenza di contratti può generare specifiche situazioni: contratti per la coltivazione di culture ad elevata redditività (ad esempio

pomodori o patate), contratti di commercializzazione (ad esempio con la grande distribuzione o con trasformatori che ricercano determinati standard) di durata pluriennale possono garantire livelli di reddito elevati e continuativi.

Per alcune realtà produttive (nel settore della produzione vinicola e di olio ad esempio) sono riconoscibili marchi aziendali, così come in alcuni casi si rileva la presenza di piccole ma efficienti reti distributive.

Nelle grandi aziende agricole possono inoltre essere riconosciuti, grazie anche alle economie di scala ottenibili, livelli diversi di professionalità dei dipendenti, così come la presenza di meccanismi organizzativi che permettono all'adozione di tecnologie più efficienti o innovative.

Un ulteriore elemento rilevante, particolarmente significativo laddove le imprese presentino elevati livelli di complessità, è rappresentato dalla presenza di procedure di rilevazione delle informazioni economiche e tecnico-economiche, dalla qualità relativa del software di elaborazione di tali informazioni, che consente di garantire una base informativa adeguata per il controllo di gestione.

Una serie di considerazioni specifiche può essere sviluppata sulla determinazione del tasso di capitalizzazione secondo la logica del confronto mediato di benefici fondiari e prezzi di altre imprese.

Oltre alla già osservata mancanza di similarità tra le imprese eventualmente trasferite sul mercato, derivante dalla diversa dimensione nonché dalla differente presenza ed organizzazione dei fattori della produzione, deve essere rilevato un fatto essenziale.

Il prezzo effettivamente negoziato è infatti il risultato di una transazione nella quale sono intervenuti ulteriori fattori ad influenzare la stessa: fattori relativi ai soggetti contraenti, quali ad esempio il potere contrattuale o l'abilità negoziale (Ferrero, 1966); fattori relativi alla struttura dell'operazione, ad esempio connessi alle modalità di pagamento, di concambio, di acquisizione di debiti di varia natura; fattori derivanti dalla posizione giuridica del venditore e dell'acquirente, in grado di permettere una riduzione dei costi fiscali dell'operazione.

La conseguenza razionale di queste ultime osservazioni è che i prezzi osservati sul mercato appaiono estremamente utili al fine di sviluppare la scala di valori entro la quale andare a confrontare l'impresa oggetto di valutazione, ma non si possono prestare ad una deduzione diretta del saggio di capitalizzazione.

L'insieme delle problematiche indicate, che vuole rappresentare uno spunto per ulteriori approfondimenti, permette comunque di soste-

nere che il modello tradizionale di determinazione del valore appare debole, e sembra opportuno considerare altri percorsi per cercare di individuare elementi migliorativi e correttivi rispetto all'approccio attuale.

4. La valutazione d'impresa secondo il paradigma dell'economia aziendale

L'economia aziendale, nel nostro paese, trova la sua base di riferimento teorica negli scritti di Gino Zappa, il quale, nel periodo compreso tra le due guerre mondiali, sviluppò in modo sistematico questa materia (Zappa, 1920, 1929, 1937, 1957). Alcune considerazioni, dallo stesso sviluppate in modo analitico, possono essere riprese in quanto appaiono particolarmente utili nella individuazione dei meccanismi generali di valutazione delle imprese.

Nei suoi scritti si rileva la complessità dell'azienda la quale "... come a ogni unità economicamente coordinata, e qualcosa di più della somma dei suoi componenti..." (Zappa, 1937, pag. 13). Si riconosce inoltre che i singoli elementi componenti l'impresa hanno un valore che può andare perduto quando gli stessi elementi vengono staccati dall'insieme: "... non può dirsi propriamente che il capitale è una somma dei beni, ove i beni si considerino definiti dalle loro caratteristiche economiche date dal valore di scambio. Non tutti i valori infatti, costituenti un patrimonio, si prestano singolarmente alla determinazione di un particolare valore di scambio, perché molti e elementi patrimoniali non possono essere oggetto di scambio..." (Zappa, 1957, pag. 452).

Inoltre lo Zappa sottolinea come l'azienda deve essere considerata nel suo continuo nonché coordinato movimento, per cui i fenomeni aziendali vanno analizzati con riferimento anche alle variabili spaziali e temporali. L'impresa non è significativa in un determinato momento, ma lo diventa nello sviluppo dell'attività produttiva, nella realizzazione dei cicli di scambio, nella gestione complessiva delle risorse a disposizione.

Un ulteriore elemento di notevole portata, che Zappa rileva, riguarda la nozione di capitale. Egli infatti sottolinea come numerosi economisti si riferiscono al capitale in modo correlato al valore, e pertanto "... se pure si ammettesse concordemente... il concetto di capitale-valore, non ancora sarebbero evitati svariati modi di intenderlo e di interpretarlo." (Zappa, 1920, pag. 22) In ogni caso sembra trasparire dai suoi scritti

una condivisione del concetto di capitale-valore, la quale offre il supporto primario alla successiva affermazione "... il capitale, inteso in senso economico, è pur sempre il valore capitalizzato dei redditi futuri..." (Zappa, 1937, pag. 105).

Infine "... nella valutazione economica del capitale di impresa i redditi, che offrono un dato diretto per la soluzione del problema, sono i presunti redditi futuri..." (Zappa, 1937, pag. 104).

Il quadro di riferimento di Zappa segna, in modo inequivocabile, i binari entro i quali si dovrebbero sviluppare le metodologie di valutazione ed appare in piena sintonia, sul piano teorico, all'approccio che l'estimo propone (Polelli, 1997).

Le valutazioni reddituali appaiono, per l'economia aziendale, ed in particolare nel nostro paese il metodo principale di riferimento. Il Guatri dedica una specifica attenzione a questo tema (Guatri, 1996, 1998), sostenendo le ragioni che evidenziano la superiorità, sia sul piano concettuale, sia sul piano applicativo, dei metodi reddituali rispetto ad altri.

In ogni caso sembra di poter affermare che le caratteristiche del mercato entro il quale ci si muove per effettuare la valutazione devono comunque essere tenute in alta considerazione. Il mercato infatti, in ragione delle proprie dimensioni nonché delle tipologie di attori operanti nello stesso, può generare condizionamenti rilevanti: ad esempio è noto che posizioni di monopolio, monopsonio, oligopolio, creano relazioni contrattuali che esulano da valutazioni del capitale economico generalmente condivise (Ferrero, 1966). Le tipologie di operatori portano a privilegiare alcuni metodi rispetto da altri: a questo proposito viene osservato, ad esempio, che "... il forte impulso che viene dalle merchant bank e dalle grandi società di consulenza... la *liberazione di liquidità* e non la *produzione di utili*... sembra così all'origine della creazione di nuovo valore." (Guatri, 1996, p.3, il corsivo è dell'Autore) e pertanto questi fattori privilegiano i metodi finanziari.

L'economia aziendale, che sta, seppur con numerosi spunti di discussione (Demattè, 1997), acquisendo anche la teoria del valore nel proprio quadro di riferimento, riconosce (Guatri, 1998) che il valore può essere stimato sia durante la vita dell'impresa (ad esempio in presenza di operazioni cosiddette di "finanza straordinaria"; durante analisi strategiche; come misura delle prestazioni periodiche, da affiancare alle risultanze contabili), che ovviamente, in fase di transazione della stessa.

I metodi (le misure) sono basati su alcuni criteri generali: la razionalità, intesa come utilizzo di un processo valutativo logico-razionale e,

di conseguenza, accettabile dalla maggior parte degli operatori; la dimostrabilità, riferita alla certezza e all'attendibilità delle informazioni e dei dati impiegati; la neutralità rispetto alle posizioni dei soggetti direttamente o indirettamente coinvolti dai risultati del processo valutativo.

Tali criteri generali appaiono sostanzialmente coerenti con i principi estimativi tradizionali, ed in particolare appare opportuno sviluppare alcune considerazioni circa la dimostrabilità. E' infatti evidente la necessità, in alcuni casi, di utilizzare anche alcune informazioni che presentano un determinato livello di discrezionalità, di soggettività; in tale situazione appare di grande utilità quella classificazione dei dati, da impiegare in una stima, proposta da Di Cocco (Di Cocco, 1963), che permette di evidenziare in modo chiaro le informazioni di tipo certo, che furono definite dati elementari di fatto, rispetto a quelle soggette ad alea (i dati elementari ipotetici). Per quest'ultimo tipo di informazioni è utile un approccio basato sull'analisi statistica delle stesse (Polelli, 1997) nonché su tecniche di scenario, che permettono di stimare gli estremi di variabilità.

I metodi impiegati per determinare il valore dell'impresa sono quello reddituale, quello finanziario, quello patrimoniale (anche se questo metodo viene considerato come ormai caduto in disuso per ragioni che verranno specificatamente descritte), e quello misto, quello dei cosiddetti "prezzi probabili".

4.1. Il metodo reddituale

Le valutazioni di tipo reddituale sono, come noto, strutturate su tre momenti distinti, che vengono sviluppate progressivamente con lo svolgimento delle relative indagini. Si tratta infatti di:

- definire i flussi di reddito a partire dai risultati storici,
- proiettare gli stessi in un adeguato orizzonte temporale,
- individuare un tasso adatto per attualizzare i flussi di reddito previsti.

La stima dei flussi di reddito si confronta con due problematiche tipiche, relative al tipo di reddito da considerare, nonché alla variabilità attuale dallo stesso; questa prima fase viene infatti opportunamente chiamata anche "normalizzazione dei risultati storici".

La prima figura di reddito, generata da un'impresa nello svolgimento della propria attività, utile ai fini della valutazione, può essere in un prima approssimazione individuata nel risultato operativo (chiamato anche risultato della gestione caratteristica). Tale reddito, per ciò

che riguarda la considerazione dei redditi passati, viene determinato a partire dai risultati contabili di impresa, e appare in qualche misura correlabile ad alcuni elementi del tradizionale bilancio serpiertiano⁷. Sul risultato operativo vanno ad incidere le cosiddette "politiche di bilancio", che devono essere analizzate⁸ per capire se ed in quale misura generano distorsioni sulla determinazione dell'effettivo risultato ottenuto nel passato dall'impresa.

La seconda area di problematiche che vanno considerate riguarda i ricavi ma soprattutto i costi finanziari, la cui rilevanza ai fini reddituali

7) Pur essendo noto a numerosi ricercatori, appare opportuno specificare analiticamente le modalità di determinazione del risultato operativo, nonché le potenziali relazioni con il tradizionale bilancio agricolo. Il primo elemento di riferimento riguarda la fonte delle informazioni utilizzate per l'analisi dei redditi passati: nel caso del risultato operativo le informazioni sono desunte dai risultati contabili, mentre nel caso del bilancio tradizionale possono essere raccolte anche attraverso meccanismi di intervista, oppure determinate tramite stime, confronti, valutazione di costi-opportunità. E quindi evidente che, mentre nel primo caso si fa riferimento esclusivamente a voci esplicite, nel secondo caso trovano posto anche determinazioni di carattere implicito. Il risultato della gestione operativa si determina come differenza tra il valore della produzione ed una serie di costi. Il valore della produzione è dato dai ricavi di vendita, dal differenziale tra rimanenze finali ed iniziali di prodotti in attesa di vendita o in avanzata fase di produzione. I costi rilevanti al fine di determinare il risultato operativo sono: acquisti di mezzi tecnici e servizi, variazione delle rimanenze di mezzi tecnici, costo del lavoro (che comprende salari, oneri previdenziali, quota di accantonamento al fondo per il trattamento di fine rapporto), ammortamento dei beni strumentali (materiali ed immateriali), altri costi di gestione (quali spese generali, premi assicurativi, costi di manutenzione).

Appare agevole osservare come il valore della produzione risulti simile alla produzione lorda vendibile, mentre risultano paragonabili i costi sopra indicati con i concetti di: spese varie, quote, salari e stipendi, tenendo presente la sostanziale differenza tra determinazione esplicita od implicita di questi ultimi.

8) Le politiche di bilancio attengono tipicamente due grandi temi: il primo riguarda alcune determinazioni che presentano rilevanza fiscale, e pertanto la scelta appare condizionata da strategie che non hanno effetti ai fini della gestione caratteristica, ma che condizionano i risultati della stessa. Ad esempio la scelta di determinati regimi di ammortamento dei beni strumentali (ammortamento ordinario, anticipato, accelerato) crea variazioni nella specifica voce di costo che non sempre risultano legate alla gestione. Analogamente, la scelta di realizzare operazioni di leasing crea normalmente una riduzione fiscale della vita utile di un bene strumentale, che ancora una volta non appare legata alla gestione operativa.

Il secondo tema è legato alla remunerazione esplicita di fattori della produzione apportati direttamente dall'imprenditore, da membri della sua famiglia: ci si riferisce ad esempio alla determinazione di stipendi con ammontare differente da quello pagato sul mercato per analoghe funzioni, ai compresi liquidati agli amministratori per lo svolgimento della propria attività; in questi casi l'impatto di tali scelte sul conto economico genera sovrastime o sottostime del risultato operativo, che andranno tenute in opportuna considerazione.

deve essere chiarita. Infatti il rapporto di leva⁹ genera importanti conseguenze sul piano fiscale (si parla infatti di "scudo fiscale" creato dal leverage), ma anche sui rapporti con i corrispondenti commerciali, nonché con altre categorie di operatori con i quali l'azienda ha istituzionalmente rapporti. Si può affermare che sia individuabile, in ogni azienda, un rapporto di leva ottimale, al di sotto dal quale non vengono utilizzate potenzialità dell'azienda, ma al di sopra dal quale si rilevano situazioni di squilibrio della struttura finanziaria della stessa.

Il problema della considerazione della struttura finanziaria, di come la stessa generi determinati effetti sui risultati attuali e futuri, della scelta di considerare tali elementi come facenti parte della valutazione e rilevanti ai fini della determinazione del valore, compare in tutti i metodi impiegati; pur essendo una questione controversa, si riscontrano affermazioni a favore di approcci comprensivi dell'indebitamento; secondo Guatri "...il valore di un'impresa non è affatto insensibile al grado di indebitamento: tra valore e leverage esistono relazioni che sono concettualmente e sperimentalmente definibili." (Guatri, 1998, pp.60-61).

La posizione dell'estimo tradizionale al riguardo è pacifica: come noto, non nutre al riguardo alcun dubbio, nel senso che propone una remunerazione media (derivata da osservazioni di mercato) a tutti i capitali impegnati nell'impresa (interessi sul capitale agrario e beneficio fondiario sul capitale fondiario), senza distinguerne peraltro l'eventuale effettivo costo.

Un approccio strutturato, concettualmente diverso da quello fin qui considerato, ma di notevole interesse, è quello proposto nell'ambito del cosiddetto modello E.V.A. (Bennet Stewart III, 1991). Tale approccio, che rientra tra quelli legati alla teoria della creazione del valore, individua, come figura di reddito da impiegare per la determinazione del cosiddetto "valore economico aggiunto"¹⁰ di un'impresa, il reddito disponibile per gli azionisti più gli oneri finanziari dopo le imposte. Questo approccio presuppone che la valutazione del reddito (nella

9) Il rapporto di leva (frequentemente conosciuto con il termine anglosassone di *leverage*), come noto, è rappresentato dalla relazione tra le risorse finanziarie messe a disposizione dai soci e quelle acquisite dall'esterno: in altre parole le fonti finanziarie proprie e quelle di terzi che, a vario titolo, possono risultare onerose o non onerose.

10) Infatti EVA è l'acronimo di Economic Value Added.

letteratura anglosassone definito Net Operating Profit After Tax) debba partire da una posizione dell'impresa nella quale tutte le attività sono finanziate con mezzi propri o, se di terzi, non a titolo oneroso¹¹, ed in un secondo momento debba tenere presente la struttura fiscale nella quale si muove l'impresa stessa¹².

La terza area di problematiche legate alla figura di reddito da impiegare nella valutazione dell'azienda riguarda elementi di costo e di ricavo derivanti da situazioni straordinarie, e comunque non legate alla gestione caratteristica. In questo ambito sembra opportuno rammentare la necessità di considerare le plusvalenze e le minusvalenze inesprese, così come i beni immateriali prodotti dall'azienda che non trovano collocazione nei risultati contabili¹³. In generale si può osservare come in tale ambito possono essere generati redditi e valori di grande consistenza, sia in termini attivi che passivi.

Infine non viene trascurato, nell'approccio aziendalistico, il problema generale, riguardante l'analisi e la normalizzazione dei flussi reddituali, dell'inflazione, il quale influenza nominalmente le voci: a questo proposito possono essere citati due correttivi ormai noti e generalmente applicati, che riguardano: l'impiego del criterio Lifo per la valutazione delle rimanenze, e l'adeguamento dei valori dei beni ammortizzabili sulla base del costo di ricostruzione o di rimpiazzo.

Il passaggio dalla analisi e determinazione dei flussi di reddito passato alla stima dei flussi futuri è complesso e controverso. I problemi al riguardo si riferiscono alla necessità di acquisire altre informazioni rispetto a quelle utili per determinare i redditi passati, con riferimento alla variabilità dei redditi futuri, nonché alla durata degli stessi.

La sempre più rapida dinamica dei mercati, collegata alla variabilità dei comportamenti di consumo ed alla globalizzazione della produ-

11) Tipici esempi in questo senso sono i debiti commerciali e, nel nostro paese, il fondo di accantonamento per il trattamento di fine rapporto.

12) In ogni caso tale approccio non trascura la rilevanza della leva finanziaria ai fini del risultato aziendale e, conseguentemente, del valore dell'impresa. Il debito consente di schermare una parte degli utili e, d'altra parte, una struttura finanziaria ottimale rappresenta un elemento positivo nella valutazione dell'impresa.

13) Ci si riferisce alla presenza di attività o di azioni sviluppate dall'azienda che hanno creato una differenza quantificabile, ma contemporaneamente anche liquidabile o pagabile, che va di incidere sui risultati e sul valore. A titolo di esempio possono essere citate plusvalenze su beni immobili, minusvalenze per passività ambientali, valore di marchi aziendali, valori derivanti da attività di sviluppo o innovative realizzate dall'azienda.

zione, impone di considerare le probabili condizioni di scenario entro le quali l'impresa si muoverà in futuro; ciò porta ad attribuire rilevanza alle condizioni ambientali (intendendo con questo termine l'ambiente economico e giuridico circostante e le sue dinamiche) nelle quali l'impresa si muove, che vanno attentamente descritte.

I flussi attesi possono essere stimati con modalità differenti: le opzioni percorribili riguardano:

- la proiezione dei risultati storici in precedenza individuati,
- l'impiego dei risultati programmati dal management dell'impresa negli anni successivi (verificandone la coerenza con i redditi passati),
- l'impiego del metodo della crescita attesa sulla base delle attuali capacità di sviluppo (ancora una volta identificate con l'analisi dei risultati storici),
- la creazione di nuove condizioni operative sulla base di progetti innovativi.

Infine la valutazione dei flussi attesi tratta con particolare attenzione le imprese che si trovano in situazioni particolari (ad esempio in fase d'avviamento) o che operano in mercati particolari (ad esempio nei settori ciclici).

La durata dei flussi appare generalmente correlabile alla loro variabilità, per cui sono evidenti alcune possibili tendenze: flussi reddituali identificati singolarmente e con notevole variabilità vengono stimati per un numero limitato di anni, mentre redditi medi/normali vengono ipotizzati su archi temporali più lunghi, sino all'infinito.

La determinazione del tasso di attualizzazione¹⁴ può seguire due percorsi logici (peraltro condivisi ed applicati anche nel caso venga adottato il metodo finanziario) basati sul tasso-opportunità e sul costo dei capitali¹⁵.

14) E' noto che il termine "tasso di attualizzazione" si riferisce ad un mero trasferimento finanziario nel tempo di valori, mentre l'Estimo utilizza in modo assolutamente consolidato il termine di "tasso di capitalizzazione", con riferimento alla determinazione del valore di un'impresa a partire dai suoi flussi di beneficio fondiario. Data la prevalenza di orizzonti temporalmente limitati, ancorchè a lungo termine, sembra di poter sostenere che, nella sostanza e nella pratica delle valutazioni d'impresa, i due termini esprimano la medesima nozione.

15) Un interessante problema sollevato dagli economisti aziendali, che si vuole qui solo rammentare, riguarda le modalità attraverso le quali viene gestita l'incertezza ed il rischio nel processo valutativo. La tesi proposta sostiene che gli elementi soggettivi, che non possono trovare un riscontro probabilistico, riguardano i flussi attesi di reddito per il futuro, mentre risulta possibile introdurre una misura del rischio nella determinazione dei tassi di attualizzazione, analizzando quelli dei mercati finanziari (secondo l'approccio del tasso-opportunità) ed eventualmente quelli tipici dell'impresa (seguendo il criterio del costo dei capitali).

La determinazione del tasso secondo l'approccio del tasso di opportunità può essere realizzata con meccanismi analitici che, in forma qualitativa e/o quantitativa, prendono in considerazione una serie di fattori:

- tasso dei titoli a lungo termine del debito pubblico,
- inflazione, (tramite i quali si calcola il tasso senza rischio),
- tasso di premio per l'investimento azionario (basato sui rendimenti a lungo termine del mercato azionario),
- settore d'attività (che tiene conto delle problematiche generali del settore: ciclico, servizi di utilità, ecc.),
- dimensioni dell'impresa rispetto a quelle dei concorrenti,
- fase del ciclo di vita dell'impresa (avviamento, posizione consolidata, presenza e rinomanza dei marchi, ecc.),
- diversificazione della produzione ed aree d'affari,
- professionalità del management, flessibilità delle strutture operative ed organizzative.

La stima del tasso basata sull'approccio del costo dei capitali è rappresentabile come la media ponderata del costo del debito e del costo dei mezzi propri. Il costo del debito comprende tutte le forme di finanziamento che l'azienda ottiene, mentre il costo dei mezzi propri è rappresentato dalla remunerazione degli stessi tramite i dividendi o, nel caso di imprese quotate presso le borse valori, dalla seguente espressione, che corregge il rendimento del mercato azionario sulla base della volatilità del titolo (espressa tramite il coefficiente β) e dei rendimenti derivanti da investimenti senza rischio (descritti da r'):

$$s = \beta(r - r')$$

dove:

b = coefficiente che misura il rischio di prezzo di una specifica impresa rispetto a quello medio del mercato

r = rendimento generale e medio del mercato azionario

r' = rendimento degli investimenti privi di rischio.

Un ruolo rilevante può essere rappresentato dai tassi di crescita dell'impresa nel passato e dalle prospettive di crescita che non trovano possibilità di espressione nei flussi previsti. In questo caso un approccio specifico è proposto dalla letteratura anglosassone (Copeland, Koller e Murrin, 1994), che introduce, tra i fattori da

considerare nella determinazione del tasso di opportunità, anche la crescita. Ancora, la crescita può essere considerata anche a partire dall'aumento del capitale impiegato (Bennet S. III, 1991) al fine di confrontarlo con l'incremento di redditività ottenuto.

Le formule che consentono di pervenire alla determinazione del valore, a partire dai redditi previsti e dai tassi di attualizzazione calcolati, possono essere diverse:

attualizzazione (o capitalizzazione) di infiniti redditi costanti,

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

attualizzazione di redditi costanti ma limitati,

$$V = R \frac{(1+r)^n - 1}{r}$$

attualizzazione dei redditi limitati e variabili,

$$V = \sum_{i=1}^n [R_i \cdot (1+r)^{-i}]$$

attualizzazione di redditi limitati (costanti o variabili) e di un valore finale V_n (o valore di cessione, o valore di recupero).

$$V = [V_n \cdot (1+r)^{-n}] + \sum_{i=1}^n [R_i \cdot (1+r)^{-i}]$$

4.2. Il metodo finanziario

Il metodo finanziario sembra attualmente trovare largo impiego nella valutazione delle imprese. Nella letteratura anglosassone i metodi di valutazione volti a stimare le imprese a partire dai flussi di moneta generati appaiono attualmente quelle che maggiormente apprezzati.

In termini tecnici la stima è basata sulla individuazione di alcuni elementi rilevanti:

- il flusso di cassa (C_f) atteso;
- la durata (n) del flusso di cassa;
- il valore finale (V_n) dell'investimento;
- il valore attuale dei debiti (D) finanziari.

Tali elementi vengono inglobati nella formula generale di valutazione:

$$V = \left[Vn \cdot (1+r)^{-n} \right] + \sum_{i=1}^n \left[Cf_i \cdot (1+r)^{-i} \right] - D$$

La nozione del flusso di cassa rappresenta il primo elemento distintivo essenziale: analogamente a quanto già osservato per il metodo reddituale, tra i diversi flussi selezionabili si fa riferimento alla determinazione del flusso monetario derivante dalla gestione caratteristica (definito dalla letteratura anglosassone con il termine free cash flow) degli anni precedenti, che si realizza secondo le tipiche modalità¹⁶.

Il passaggio dalla determinazione dei flussi di cassa passati alla previsione dei flussi attesi viene sviluppato tenendo conto delle rettifiche necessarie su alcune categorie di voci: investimenti, capitale circolante, imposte, accantonamenti.

Per ciò che riguarda gli investimenti bisogna tenere presente la necessità di mantenere e rinnovare la capacità produttiva dell'impresa, collegando tale capacità con le eventuali previsioni di ampliamento del fatturato (Brugger, 1982); tipicamente le imprese presentano un quadro analitico degli investimenti necessari per lo svolgimento della propria attività, pertanto si può fare normalmente riferimento a queste informazioni.

Le variazioni del capitale circolante sono collegate direttamente alla dinamica del fatturato, per cui viene determinato un coefficiente v specifico, che permette di stimarle, secondo la seguente:

$$v = \frac{\Delta \text{capitale circolante}}{\Delta \text{fatturato}}$$

16) Normalmente il flusso monetario derivante dalla gestione caratteristica si determina seguendo il successivo schema di riferimento: dal fatturato si detrae il costo del venduto (che comprende i costi monetari ad esclusione degli interessi passivi e delle imposte), ottenendo una figura di reddito, simile al margine operativo lordo, denominata EBIT. Successivamente vengono sommati gli ammortamenti sui beni materiali ed immateriali. In seguito vengono sottratte le imposte pagate durante l'esercizio, sommati gli accantonamenti, sommate algebricamente le variazioni del capitale circolante operativo e quelle del capitale fisso operativo; si ottiene in questo modo il free cash flow.

Le rettifiche relative alle imposte devono essere realizzate verificando eventuale presenza di perdite fiscali pregresse (la cui presenza riduce gli assorbimenti di risorse monetarie nel futuro) e facendo riferimento alle previsioni di uscite fiscali, piuttosto che alle imposte "di competenza".

Infine l'aggiunta degli accantonamenti (ci si riferisce con questo termine alle tipologie di accantonamento che non generano uscite di cassa¹⁷) dovrà tenere conto, ancora una volta, della dinamica del fatturato.

La durata del flusso di cassa previsto normalmente viene collocata su un periodo non superiore ai cinque anni, poiché le previsioni analitiche difficilmente superano tale periodo di tempo per mancanza di un processo di programmazione aziendale, ma certamente anche perché, superata la soglia temporale del quinquennio, si tenderebbe a sconfinare in aree di grande incertezza previsionale, nelle quali i meccanismi convenzionali, sostituendo le previsioni vere e proprie, giocherebbero un ruolo troppo rilevante.

Il valore finale dell'investimento rappresenta, nel metodo finanziario, la componente di maggiore rilievo nella stima dell'impresa, assumendo un'incidenza relativa superiore al 50% (Guatri, 1998). Tale valore viene stimato alternativamente attraverso l'attualizzazione di infiniti flussi di cassa, di infiniti risultati economici, oppure parametrando un parametro noto a coefficienti moltiplicativi (di quest'ultimo metodo si parlerà diffusamente in seguito). In ogni caso appare abbastanza evidente la debolezza intrinseca collegata alla valutazione di questo valore.

La determinazione del saggio di attualizzazione è basata, analogamente a quanto già osservato per i metodi reddituali, sul costo medio ponderato dei capitali.

La valutazione dei debiti rappresenta l'ultimo elemento del metodo finanziario; si tratta di considerare tutti i debiti finanziari¹⁸ dell'impresa, tenendo presenti le eventuali discrasie e differenze tra i tassi negoziati per l'indebitamento a medio-lungo termine ed i tassi di mercato: ciò può infatti generare posizioni di vantaggio o svantaggio relativo dell'impresa, le quali possono essere attualizzate, influenzando il capitale da rimborsare.

17) Esempi tipici di accantonamento sono quelli dei fondi rischi (perdite su crediti, su cambi) e dei fondi spese future.

18) Tra i debiti finanziari va ricordata, nella nostra realtà, la presenza del fondo per il trattamento di fine rapporto, il quale, come noto, comprende una remunerazione del capitale già accantonato, volta a mantenere costante il potere d'acquisto dello stesso.

4.3. Il metodo patrimoniale e quello misto

I metodi patrimoniali, tradizionalmente utilizzati, anche per buona parte di questo secolo, per valutare le aziende, non possono ormai essere considerati come un modo ragionevole per la stima dell'impresa. Peraltro, in qualsiasi tipo di valutazione, l'informazione patrimoniale appare essenziale per una corretta comprensione della struttura degli impieghi di risorse finanziarie, nonché delle fonti di risorse stesse. Inoltre alcuni beni impiegati dell'impresa possono non trovare alcuna individuazione tra gli impieghi stessi, e pertanto si impone la loro valutazione attraverso indagini e valutazioni di tipo patrimoniale.

Si può comunque osservare che alcune tipologie aziendali dovrebbe essere opportunamente valutata sulla base di un metodo patrimoniale: si tratta di quelle aziende che possono essere definite "contenitori", le quali risultano totalmente definite sulla base dei beni dalle stesse posseduti (ad esempio società immobiliari, società holding) (Tommasina, 1939).

La stima patrimoniale che, a seconda delle tipologie di beni da analizzare, viene chiamata stima p. semplice o complessa, ha come presupposto la scomposizione dell'azienda nei singoli cespiti, componenti materiali (i fabbricati, gli impianti, il magazzino, ecc.) ed immateriali (marchi, autorizzazioni commerciali, diritti produttivi, ed altri) indipendentemente dal fatto, per ciò che concerne i beni immateriali, di essere o meno contabilizzati.

Durante l'operazione di scomposizione andrebbe operata un'importante distinzione tra i beni necessari allo svolgimento della gestione caratteristica ed i beni cosiddetti estranei.

Le singole componenti vanno in seguito valutate separatamente, tenendo opportunamente conto delle specificità e delle caratteristiche di ciascuna componente. Si opera pertanto attraverso meccanismi di rettifica, i quali di volta in volta permettono la ricostruzione degli elementi patrimoniali (positivi e negativi)¹⁹ dell'azienda.

19) Ogni categoria patrimoniale viene puntualmente analizzata: le immobilizzazioni, le partecipazioni, i crediti ed i debiti commerciali. Ciò permette di identificare plusvalenze e minusvalenze che, pur non essendo espresse, rappresentano informazioni patrimoniali rilevanti ai fini di qualsiasi valutazione. Si rilevano in questo ambito numerosi punti di contatto con l'approccio estimativo tipico del valore di costo, con particolare riferimento alle immobilizzazioni materiali.

Tra i beni immateriali che vanno a costituire lo stock di capitale di un'azienda e che non trovano alcuna collocazione nella struttura patrimoniale della stessa (Azzone, 1995) si possono rilevare numerosi esempi: marchi, formazione del personale, reti di vendita, ricerca e sviluppo, brevetti, sistemi informativi, autorizzazioni amministrative. La valutazione di questi beni viene sviluppata con approcci che, in funzione della specifica tipologia, utilizzano un approccio di costo, un approccio di mercato, un approccio legato all'eventuale presenza di risultati economici differenziali rispetto a realtà comparabili ma non dotate di tali beni immateriali.

Nel contesto dei metodi patrimoniali possono essere rammentati anche i così detti metodi "misti", i quali cercano di rappresentare la differenza tra il valore patrimoniale ed il valore reddituale derivante da un'attività che genera reddito rispetto ad una che non ne genera. In particolare sono riconoscibili, nei metodi misti, tentativi volti ad esprimere in termini di valore, il reddito differenziale che un'azienda ben gestita è in grado di produrre su una base temporale limitata o illimitata: si parla del valore di avviamento (Va).

La stima del valore di avviamento può essere effettuata in diversi modi: attualizzando la differenza tra un reddito medio e l'interesse sul valore patrimoniale per un numero limitato di anni:

$$Va = [R - (Vok \cdot i)] \cdot \frac{q^n - 1}{r} \cdot \frac{1}{q^n}$$

oppure per un numero illimitato:

$$Va = \frac{[R - (Vok \cdot i)]}{i}$$

o attualizzando redditi variabili nel tempo:

$$Va = \sum_{j=1}^n [Rj - (Vok \cdot i)] \cdot \frac{1}{q^j}$$

dove:

Vok = valore patrimoniale (o valore del capitale rettificato)

R = reddito d'esercizio medio atteso (risultato medio normale)

i = saggio d'interesse da applicare al valore del capitale rettificato

q = saggio di capitalizzazione

Rj = reddito netto d'esercizio previsto nell'anno j-esimo

Il risultato derivante dall'applicazione di una delle tre formulazioni sopra indicate può essere positivo o negativo; per questa ragione il valore di avviamento viene come noto definito, nella letteratura anglosassone, Goodwill nel caso sia positivo, Badwill nel caso contrario.

Anche i metodi misti, analogamente a quanto osservato per i metodi patrimoniali, risultano attualmente non più utilizzati per la valutazione delle imprese; alcune componenti, quale il valore d'avviamento, trovano ancora specifica applicazione con riferimento al nostro sistema giuridico.

4.4. Il metodo dei "prezzi probabili"

Questo metodo si appoggia sul principio della deduzione del valore a partire da osservazioni di mercato. Il metodo è concettualmente molto semplice, e risulta pertanto di facile comprensione da parte di soggetti inesperti di valutazione; per questa ragione risulta compreso tra quelli ammessi nella giurisprudenza americana (Guatri, 1998).

La base logica è rappresentata dalla individuazione di una relazione numerica tra un parametro ed il prezzo dell'azienda tramite una semplice frazione. Gli elementi rilevanti di questo metodo sono pertanto legati, da un lato, alla selezione di un parametro ragionevole, mentre dall'altro alla selezione di realtà comparabili.

Il parametro in questione è tipicamente rappresentato da una figura di reddito o da un tipo di flusso di cassa. I principali indicatori reddituali che possono trovare utilizzazione sono: il risultato netto d'esercizio, il margine operativo lordo, il parametro così detto EBIT o il EBITDA²⁰. In alcuni casi viene impiegato, come parametro, il fatturato dell'azienda. Un altro indicatore particolare è rappresentato da quel flusso di cassa generato dal risultato di esercizio al quale vengono sommati gli ammortamenti e gli accantonamenti ai fondi rischi. Infine può essere adottato anche il parametro del patrimonio netto.

La scelta di un parametro rispetto ad un altro può consentire di internalizzare maggiori elementi relativi all'efficienza dell'azienda stessa (ad esempio è evidente che la scelta del risultato netto permette di

20) Il termine EBIT è l'acronimo anglosassone di Earnings Before Interests and Taxes, con il quale si intende individuare il risultato derivante dalla sottrazione al fatturato dei costi monetari esclusi gli interessi e le imposte, mentre EBITDA comprende anche Depreciations, e cioè gli ammortamenti.

sensibilizzare maggiori elementi rispetto alla scelta del solo margine operativo lordo), ma contemporaneamente vengono compresi anche elementi estranei alla pura efficienza, legati alle cosiddette politiche di bilancio, al livello di indebitamento, e altri.

La scelta di parametri quali il fatturato ed il patrimonio netto appare poco comprensibile, per la mancanza di sensibilità di questi parametri all'efficienza complessiva dell'impresa.

Le realtà comparabili sono costituite da società comparabili, quotate sui mercati borsistici, oppure da transazioni comparabili. Il termine comparabilità comprende elementi diversi nei due casi, anche perché si ritiene che nel secondo caso risulti difficoltosa l'acquisizione di informazioni esatte relative alle transazioni effettivamente realizzate. Tra i principali elementi che caratterizzano la comparabilità possono essere rammentati: il settore di attività, la dimensione economica, il marchio, il grado di indebitamento ed altri.

Il parametro selezionato (p) viene rappresentato in una frazione al denominatore, mentre al numeratore viene indicato il prezzo delle realtà comparabili, ottenendo un indicatore (M) del tipo:

$$M = \frac{\text{prezzo}}{p}$$

che tipicamente presenta un valore superiore ad uno e viene per ciò comunemente chiamato moltiplicatore.

Nella sua struttura il metodo dei "prezzi probabili" appare simile alla stima sintetica di tipo comparativo ma, al di là della similitudine metodologica, si ravvisa anche una sostanziale differenza, relativa al parametro p . Infatti il metodo di stima comparativa è basato sull'utilizzo di un parametro rigorosamente tecnico, poiché i beni comparabili sono tra loro simili per caratteri tecnici. In questo caso invece stima si basa su un parametro economico, mentre la comparabilità della società è connessa alle dimensioni della transazione od alla quotazione su mercati mobiliari.

5. Come valutare l'impresa agricola ? Problemi e prospettive

La valutazione dell'impresa agricola può essere slegata dalle fasi di trasferimento della proprietà e diventare, quando le dimensioni econo-

miche dell'impresa stessa rendono tale operazione ragionevole, un processo periodico utile al miglioramento della gestione, analogamente a quanto avviene in realtà produttive operanti in altri settori, nelle quali la stima del valore creato durante la gestione stessa appare un elemento rilevante.

I metodi utilizzati dall'economia aziendale possono trovare un sicuro adattamento nella logica estimativa. In particolare sembra di riconoscere nel metodo reddituale numerosi elementi di collegamento con il metodo estimativo tradizionale, riorganizzabili in uno schema specifico per le imprese agricole, pur tenendo presente che, in queste ultime, la componente immobiliare mantiene comunque un peso rilevante, qualora non prevalente, sul valore complessivo, ed il valore di tale componente non sia univocamente correlabile, come già rilevato da Campus e rammentato in precedenza, al reddito prodotto.

Il metodo dei cosiddetti "prezzi probabili" appare come un sistema che, mutuando un termine scolastico elementare, serve come "prova del nove". Sembra di potere sostenere l'ipotesi che questo metodo sia utile per effettuare quell'operazione estimativa essenziale di collocare l'impresa da stimare nell'ambito di una adeguata scala di valori; questo metodo chiarisce e rende esplicita quella scala di valori, poiché consente un chiaro collegamento con tipologie di beni simili o di scambi simili.

Il metodo patrimoniale, qualora l'oggetto di valutazione non sia tanto un'impresa in attività, ma un appezzamento più o meno grande di terreno, che comprende gli eventuali miglioramenti fondiari, può risultare adeguato, poiché la natura del bene da stimare, in questo specifico caso, appare simile ad un insieme di componenti o asset, la cui compresenza non aggiunge nulla ai beni singoli. In questo senso il metodo patrimoniale, ancorchè venga sviluppato in modo analitico, trova numerose assonanze con quella stima sintetica nota sotto il nome di "stima per valori tipici" (Lennhof, Horsley, 1988).

Questo primo tentativo di analisi e di confronto teorico tra differenti approcci alla valutazione delle imprese ed alla creazione di valore nelle stesse vuole rappresentare da un lato una base di discussione per l'estimo, a partire dalla considerazione di Polelli "... Appare quindi doveroso introdurre nella teoria e nella pratica estimativa un supporto metodologico che sostituisca il principio dell'ordinarietà con un altro principio, basato su ipotesi più aderenti alla multiforme realtà economica ed extraeconomica...." (Polelli, 1997, p.131), e dall'altra un punto di partenza per sviluppare ricerche di carattere empirico, basate sui comportamenti degli operatori e dei valutatori.

BIBLIOGRAFIA

- AA.VV., (1983) *Valutazioni d'impresa in una società dinamica*, Atti del XIII Convegno Ce.S.E.T., Bologna.
- AZZONE G., (1995) *La valutazione delle imprese industriali: alcune riflessioni alla luce del pensiero del Marenghi*, Atti del Convegno sul Marenghi, Politecnico di Milano.
- BENNET STEWART III G., (1991), *The Quest of Value: The EVA Management Guide*, Harper-Collins. Tradotto in italiano con il titolo: *La ricerca del valore. Una guida per il management e per gli azionisti*, EGEA, Milano.
- BRUGGER G., (1982) *La dinamica finanziaria*, Ed. Giuffrè, Milano.
- CAMPUS F., (1983) *Metodologie di determinazione del valore patrimoniale d'impresa*, in AA.VV., 1983, *Valutazioni d'impresa in una società dinamica*, Atti del XIII Convegno Ce.S.E.T., Bologna.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J., (1994) *Valuation: Measuring and Managing the Value of the Company*, J.Wiley, N.York.
- DEMATTE C., (1997) *Teoria del valore: serve davvero a giudicare meglio le imprese?*, *Economia e Management*, marzo.
- DI COCCO E., (1960) *La valutazione dei beni economici*, Ed. Calderini, Bologna.
- FAMULARO N., (1945) *Lezioni di Estimo civile e rurale*, Ed. Italiane, Roma.
- FAMULARO N., (1963) *Teoria e pratica delle stime*, Tip. Cane & Durando, Torino.
- FERRERO G., (1966) *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Ed. Giuffrè, Milano.
- GIACOMELLI P., PAREGLIO S., (1994) *Metodologie di valutazione dei beni immobili urbani: aspetti teorici e quadro normativo*, *Genio Rurale*, n. 7/8, pp. 17-32.
- GRILLENZONI M., GRITTANI G., (1990) *Estimo. Teoria, procedure di valutazione e casi applicativi*, Ed. Agricole, Bologna.
- GUATRI L., (1996) *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.
- GUATRI L., (1998) *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano.
- LECHI F., (1983) *Intervento*, in AA.VV., 1983, *Valutazioni d'impresa in una società dinamica*, Atti del XIII Convegno Ce.S.E.T., Bologna.
- LENNHOF D.C., HORSLEY M.L., (1988), *Underwriting Guidelines for Appraisers*, *The Appraisal Journal*, July, pp. 324-325.

MALACARNE F., (1983) Unificazione degli aspetti specifici nella dottrina e nella prassi estimativa, in AA.VV., 1983, *Valutazioni d'impresa in una società dinamica*, Atti del XIII Convegno Ce.S.E.T., Bologna.

MEDICI G., (1972) *Principi di Estimo, Prefazione*, Ed. Calderini, Bologna.

MICHIELI I., (1985) *Estimo*, Edagricole, Bologna.

POLELLI M., (1997) *Trattato di Estimo*, Ed. Maggioli, Rimini.

TOMMASINA C., (1939) La consistenza patrimoniale delle aziende ed il valore dei titoli azionari, *Riv. del Catasto e dei Servizi tecnici erariali*, n. 2, pp. 203-205.

ZAPPA G., (1920) *La determinazione del reddito nelle imprese commerciali*, Anonima Libreria Italiana, Roma.

ZAPPA G., (1937) *Il reddito di impresa*, Ed. Giuffrè, Milano.

ZAPPA G., (1929) *Il reddito*, Ed. Giuffrè, Milano.

ZAPPA G., (1957) *Le produzioni nell'economia delle imprese*, Ed. Giuffrè, Milano.