

La scelta del saggio di capitalizzazione nella stima analitica delle aziende industriali

di Giuseppe Carraro Moda

Nel metodo analitico di stima del valore di mercato, il saggio di capitalizzazione è l'elemento con il quale si tiene conto sinteticamente di tutte le caratteristiche dell'investimento eccettuato l'importo della rendita annua.

Il risparmio pretende per gli investimenti industriali una maggiore fruttuosità che per gli investimenti immobiliari. Gli scarti tra i minimi ed i massimi dei normali tassi d'investimento industriale sono maggiori che negli investimenti immobiliari. Inoltre, per gli investimenti industriali alcuni particolari elementi influenzano il saggio di capitalizzazione, portandolo verso valori più alti o più bassi.

Per determinare praticamente i saggi di capitalizzazione degli investimenti industriali occorre approfondire, sia pur brevemente, le suddette argomentazioni.

Nell'investimento industriale il saggio è più elevato perché la domanda è legata al grado d'innovazione dei prodotti; la rendita è meno sicura che per gli investimenti immobiliari perché, anche quando si può sperare che rimanga su valori economici positivi per un certo numero di anni, non si può escludere la possibilità che, col protrarsi del tempo, possa diminuire imprevedibilmente fino a diventare negativa.

La diminuzione della domanda dei prodotti può avere molte cause legate tutte alla incapacità dell'imprenditore a seguire l'evoluzione sociale, tecnica, economica e commerciale del mercato. Specialmente durante i periodi di più intenso sviluppo o di recessione, le esigenze dei consumatori variano più rapidamente. In particolare, durante le crisi economiche aumentano i costi di produzione ed i consumi si restringono specialmente per i beni di largo impiego più costosi e non indispensabili alla vita. Per molte imprese può risultare impossibile apportare alle strutture di produzione ed alla presentazione dei prodotti i cambiamenti necessari per seguire le variazioni della domanda del mercato. Anche in periodi di normalità economica può essere determinante l'offerta concorrenziale di pro-

dotti analoghi, ma con migliori caratteristiche di qualità, prezzo o di avviamento commerciale.

Ovviamente, per la incertezza di ogni futura previsione, si devono ammettere come probabili anche eventi favorevoli, che influiscano positivamente sul valore delle aziende, ma il mercato tende a dare maggiore importanza ai fatti negativi che a quelli positivi, tenendo anche conto della crisi finanziaria dello Stato. Il problema della sopravvivenza economica in un regime di economia di mercato internazionale, o mondiale, consiste nella capacità di seguire la generale evoluzione tecnica, economica, sociale, estetica, del gusto e della moda.

Nell'investimento industriale il valore del capitale è legato alla rendita molto più che negli investimenti in terreni o in altri immobili; in caso di chiusura per dissesto, l'imprenditore non riuscirà a recuperare che una piccola parte del capitale investito inizialmente. La conduzione aziendale necessita di una notevole capacità tecnica e di un forte impegno finanziario; ciò restringe il numero degli operatori del mercato che possono essere interessati all'acquisto delle aziende industriali, che sono pertanto difficilmente vendibili. Sol tanto un buon avviamento industriale suscita la concorrenza nelle compravendite.

Gli scarti dei saggi di capitalizzazione delle rendite industriali sono maggiori che negli investimenti immobiliari per la notevole eterogeneità delle aziende, dovute ai diversi tipi, qualità e quantità dei loro prodotti, al diverso impegno tecnico e finanziario necessario, all'impiego di macchinari e tecnologie più disparati, alle diverse previsioni riguardanti l'entità della rendita e per tutte le altre caratteristiche particolari delle aziende industriali.

Molti elementi influiscono sul saggio di capitalizzazione tendendo ad abbassarlo o ad elevarlo. Per il confronto tra rendite, saggi e valori delle aziende industriali, occorre tener conto che aumentano la desiderabilità dell'investimento, e quindi abbassano il saggio di capitalizzazione, le seguenti caratteristiche: il grado d'innovazione dei prodotti; la brevità del periodo d'ammortamento delle attrezzature; la minore necessità di ingenti capitali immobiliari e d'esercizio; la minore elasticità della domanda dei prodotti e la loro indipendenza da tendenze di gusto o di moda; il tipo della produzione, meglio da magazzino piuttosto che su commessa; l'efficienza della ricerca aziendale, del settore programmazione e dell'organizzazione produttiva; la possibilità dell'ampliamento delle atti-

vità dello stabilimento in orizzontale o in verticale; la solidità dell'avviamento commerciale; la possibilità d'inserimento commerciale in altre aree di mercato; l'attitudine dell'azienda ad essere adattata o trasformata ad altri processi produttivi; il minore impiego della mano d'opera; la maggiore commerciabilità dei macchinari in caso di chiusura e la buona ubicazione dello stabilimento sia dal punto di vista dell'attività produttiva che in relazione alle possibilità di mano d'opera; infine hanno importanza i comodi della proprietà ed i vantaggi accessori. Le condizioni contrarie a quelle ora esposte rialzano il saggio di capitalizzazione perché, come tutte le caratteristiche negative non comprese nella valutazione della rendita, diminuiscono la desiderabilità del bene.

Le considerazioni suddette sono importanti perché, per le aziende industriali, il saggio di capitalizzazione, soltanto con un attento confronto, può essere ricavato dall'esame dei prezzi di compravendita e delle rendite relative, essendo le aziende scarsamente omogenee e rare le contrattazioni.

Il valore d'impianto di un'azienda è l'onere che l'imprenditore ordinario dovrebbe sostenere per impiantare l'azienda, tenendo conto dell'ammortamento dei macchinari e delle attrezzature; pertanto è dato dalla somma dei valori delle parti dell'azienda, compreso l'avviamento aziendale. In linea generale, tali valori sono di riproduzione, cioè pari ai valori del nuovo diminuiti delle quote d'ammortamento e del deprezzamento per obsolescenza tecnica. Soltanto per quelle parti dell'azienda, per le quali sia presente sul mercato un'offerta a valori più bassi del valore di riproduzione, deve essere considerato il valore di mercato. Ciò vale anche per l'avviamento aziendale: nella stima del valore d'impianto di un'azienda generalmente deve essere considerato il valore di riproduzione dell'avviamento aziendale, ma se esiste sul mercato un'offerta di un pari avviamento industriale a prezzi più bassi deve essere considerato questo valore che è un valore di mercato; infatti, l'imprenditore potrà trovare di sua convenienza acquistare un avviamento industriale già costituito piuttosto che formare uno analogo con maggiore spesa.

Per quanto riguarda gli immobili industriali, il valore di mercato coincide all'incirca con il valore di riproduzione quando l'offerta e la domanda si equilibrano; invece, se l'offerta è maggiore della domanda il valore di mercato diminuisce rispetto al valore di riproduzione, aumenta quando l'offerta è minore della domanda.

Nel confrontare il valore d'impianto di un'azienda con il suo valore di capitalizzazione della rendita, al tasso ritenuto più idoneo secondo quanto detto, si possono presentare i casi seguenti:

- se i due valori all'incirca coincidono, l'azienda è in fase di normalità economica e non occorre modificare il saggio già scelto;
- se il valore ottenuto per capitalizzazione della rendita è sensibilmente maggiore del valore d'impianto dell'azienda, occorre tener conto della effettiva probabilità che tale rendita, più elevata che nella normalità, possa diminuire per effetto della concorrenza;
- se il valore dell'azienda per capitalizzazione della rendita è discretamente minore del valore d'impianto e si riconosce che ciò è dovuto a cause temporanee in via di superamento, il saggio di capitalizzazione deve essere abbassato per tener conto della possibilità che la rendita possa ritornare su valori normali;
- se infine la rendita è notevolmente più bassa rispetto agli investimenti di normale convenienza economica, il metodo analitico non è valido ed occorre considerare il valore di liquidazione dell'azienda od eventuali valori di trasformazione ad altri processi produttivi; in tal caso il valore d'impianto dell'azienda è del tutto diverso dal suo valore di mercato.