

Valoración de Empresa

B. Segura*

Introducción

No cabe duda que la valoración constituye uno de los temas centrales de la gestión empresarial, de hecho, la práctica totalidad de las decisiones que deben tomarse en el proceso de dirección y gestión de la empresa, implican directa o indirectamente una valoración; en muchos casos esta puede considerarse algo rutinario, consistente en la mera aplicación mecánica de unos criterios preestablecidos bien por imposición legal (como es el caso de la valoración de la mayoría de las partidas del balance de situación de 1ª empresa), bien por decisión de los correspondientes órganos de dirección de la propia empresa (como puede ser el sistema de cálculo de los costes de producción).

En otros casos se necesita la aplicación de una metodología específica que permita llegar a una cifra que sirva de base para la posterior toma de decisiones, es decir, la valoración constituye una parte, en principio, diferenciada del proceso decisional, tal es el caso de la valoración de inversiones y, por supuesto, de la propia empresa.

El desarrollo de una teoría capaz de explicar el valor económico de la empresa y la puesta en práctica de una metodología para su aplicación práctica ha sido el objetivo de numerosos especialistas en economía de la empresa. En general se admite que la valoración de la unidad económica que constituye la empresa no debe estar exclusivamente motivada por causas externas, básicamente procesos que pueden culminar en la transmisión de la titularidad de la misma, sino que debe integrarse en el propio proceso de administración empresarial, siendo un instrumento más para la medida de la eficacia de la gestión empresarial. Sin embargo, la mayoría de los trabajos sobre la materia se centran básicamente en la valoración a efectos de transmisión.

* Director de la Escuela Técnica Superior de Ingenieros Agrónomos de la Universidad Politécnica de Valencia. Profesor Titular de Universidad. Dr. Ingeniero Agrónomo.

Las recientes transformaciones en la economía española con una aceleración del proceso de internacionalización de nuestras empresas y la búsqueda de mejores posiciones competitivas de cara al mercado único, con el consiguiente aumento de las fusiones o absorciones empresariales, incentivado en muchos casos por los propios poderes públicos, unido todo ello a un aumento cualitativo y cuantitativo de la demanda de información sobre la situación empresarial, tanto por lo que respecta a las administraciones públicas como a los agentes económicos individuales, ha motivado un creciente interés por los temas de valoración en la empresa y de la empresa.

VALORACION DE EMPRESAS: ALGUNAS CONSIDERACIONES.

Hemos encontrado en el momento actual y por lo que respecta a la mayoría de los especialistas españoles que se han ocupado del tema, un consenso bastante generalizado entorno tanto al valor que se pretende estimar, como al método de la valoración, con independencia de la mayor o menor número de factores que deban ser tenidos en cuenta en el proceso y de la complejidad de los cálculos necesarios para llegar a la conclusión de la misma.

Es un hecho generalmente aceptado que el valor económico de la empresa como una unidad, independiente, por lo tanto de las partes que la puedan integrar, esta en relación con su capacidad de generar rendimiento durante el período de planificación que se considere; en este punto todas las posiciones teorías actuales parecen coincidir; como en el caso de la valoración agraria, podemos encontrar discrepancias a la hora de calificar ese valor obtenido (subjetivo u objetivo), si bien, a diferencia de aquella, jamás se relaciona este valor obtenido con el precio de mercado, las referencias al valor de mercado se limitan al valor de la capitalización bursátil de la empresa.

En una reciente propuesta metodológica sobre el tema de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas¹ se concibe la valoración como un *proceso realizado por expertos independientes que tratan de proyectar sobre un determinado bien los valores socioeconómicos de la comunidad en que viven, ofreciendo como fruto de su trabajo unas cifras que*

¹ Principios de Valoración de Empresas. Propuesta de una Metodología. A.E.C.A. Documentos. Madrid. Marzo de 1.981

pueden servir como base para las decisiones que se vayan a adoptar entorno a bien valorado. Indicando a continuación que en el ámbito empresarial debe considerarse el bien evaluado como un proyecto de inversión que genera una corriente de flujos monetarios en un determinado intervalo de tiempo, dentro de la concepción de la empresa como una unidad financiera autónoma, que trata de maximizar, desde una perspectiva dinámica, el excedente financiero que como consecuencia de sus actividades puede generar.

En una primera aproximación puede suponerse que los redactores de la propuesta se han decantado por una valoración objetiva de la empresa, sin embargo en tanto en cuanto la valoración debe suponer la elección de un escenario concreto, determinado por un conjunto de hipótesis de comportamiento para la empresa y para su entorno económico que permita estimar la corriente de flujos de caja que generará en el futuro la empresa, incluida, en su caso, la medida del riesgo de la estimación, no se excluye, por lo tanto que dicho escenario venga fijado por las características e intereses de un agente económico interesado en la empresa, y por lo tanto que el proceso de valoración concluya en un valor subjetivo. En este sentido podemos concluir que la objetividad se refiere más al experto que realiza el informe que al valor buscado, en la línea de lo expuesto por el profesor Caballer en su reciente tratado de Valoración Agraria².

Respecto a la metodología para determinar el valor los posicionamientos también son ampliamente coincidentes; la empresa se contempla como una inversión arriesgada, con horizonte temporal limitado o ilimitado, y los métodos actuales de valoración y selección de inversiones son los recomendados, sin olvidar los que podemos considerar métodos tradicionales de valoración de empresas, recomendados bien para casos muy particulares - empresas en liquidación, por ejemplo -, bien como información complementaria.

Un aspecto que puede ser destacado con relación a la metodología es el de la consideración del riesgo en el proceso de valoración; en primer

² "... Los expertos pueden diferir al estimar el valor de las producciones, los precios, el tipo de capitalización, etc. Si ocurre así cada uno de ellos llegará a un valor distinto (ya apliquen los métodos tradicionales o el método del valor subjetivo). Pero si, al contrario, Todos coinciden en las magnitudes estimadas, llegaran a un solo valor subjetivo para cada individuo de referencia. Este valor subjetivo habrá sido emitido entonces con objetividad,.....". V. CABALLER. Concepto y métodos de Valoración Agraria. Ed Mundiprensa. Madrid 1.985.

lugar es evidente que junto con la estimación de los flujos de caja puede estimarse la variabilidad de los mismos, que servirá como medida del riesgo de la estimación, y permitirá, por la utilización de los métodos basados en la consideración del riesgo en el análisis de inversiones, la estimación del valor por intervalos o la realización de análisis de sensibilidad que mejoran la información aportada.

Sin pretender dar por zanjada la cuestión tanto en el campo teórico como metodológico, podemos centrar esta exposición en algunos aspectos que pueden ser suscitados de cara a una propuesta de estudio y profundización. Consideremos, por ejemplo, las implicaciones que la presión social, fundamentalmente en temas de conservación del empleo, tienen en el proceso de valoración de empresas y la forma de explicitarlas en las conclusiones de la misma.

Hemos de reconocer que en los últimos años el tema de la valoración de empresas ha trascendido los ámbitos académicos y profesionales, ocupado de lleno las páginas de los grandes medios de difusión social; es evidente que el mayor o menor precio pagado por tal o cual empresa puede interesar a algunas personas o a los inspectores de hacienda, pero no parece razón suficiente para suscitar ese interés, las causas del mismo hemos de buscarlas, fundamentalmente, en la preocupación que se origina tras todo proceso de fusión, transmisión o absorción de una empresa en su masa laboral, por el mantenimiento del empleo, preocupación que se acrecienta cuando el proceso de transmisión implica empresas deficitarias.

Es fácil de contrastar que en los últimos años no ha habido en España ningún proceso de los mencionados anteriormente, salvo, obviamente los de reconversión industrial, que no haya incluido las más solemnes promesas de mantenimiento y consolidación de los niveles de empleo con posterioridad a la transacción o fusión empresarial, también es cierto, y en Valencia lo hemos comprobado recientemente, que normalmente los trabajadores no suelen creer esas promesas, no siendo extraño que el citado proceso culmine en huelgas reivindicativas, y por otra parte las estrategias defensivas frente a transacciones consideradas "hostiles" que se empiezan a ser descritas en los manuales de gestión financiera de la empresa, parecen indicar que tales promesas son difíciles de mantener.

Lo cual es lógico si consideramos que las fusiones o adquisiciones se realizan, básicamente, para poder diseñar técnicas operativas más eficaces, estando basadas fundamentalmente en las capacidades del

personal y de la dirección. Cobran así los movimientos de personal una posición fundamental, ya que se considera que los aspectos técnicos, patentes, marcas, etc. son factores segregables que pueden ser objeto separado de transacción³.

Supongamos, no obstante, que el mantenimiento de la plantilla actual es condición para efectuar la transacción, por ejemplo, si la modificación de expectativas empresariales en el momento actual, obligarán a plantear una reestructuración de la empresa que implique importantes reducciones en la plantilla, no es difícil admitir que la puesta en práctica de dicha reestructuración supone un importante coste social que alguien debe asumir. Si la empresa en cuestión estuviera integrada en un grupo empresarial no sería extraño que la presión social afectara al grupo en su conjunto, por lo que puede plantearse la alternativa de transmitir la empresa en las condiciones actuales, "garantizando", adicionalmente, que solo venderá si se mantienen las plantillas actuales.

¿Como se modificarían en este caso las expectativas de los agentes económicos interesados en esa transacción?. ¿Hemos de explicitar esta restricción de forma separada en la valoración o por el contrario solo se debe tener en cuenta a la hora de fijar el escenario de la valoración?. Consideramos que el hecho de que propósito de la valoración sirva de base para las decisiones que se vayan a adoptar entorno a la empresa por los distintos agentes económicos interesados en ella debe conducirnos a explicitar esta restricción de forma separada. El tratamiento de la cuestión podríamos enfocarlo de forma análoga al de inclusión de inversiones alternativas o, mejor, de necesidades de liquidez en el cálculo del valor subjetivo⁴.

Otro posible punto de interés sobre el tema que nos ocupa sería el de la valoración de los grupos empresariales, aunque, obviamente, el grupo admite una valoración única y el concepto de empresa engloba al de grupo empresarial, las relaciones que se establecen entre sus distintos componentes (empresas integrantes), y la contribución de los mismos al valor del grupo debería ser analizado con una mayor profundización; en este sentido pensamos que la extensión al caso de los grupos de empresas de las propuestas del profesor Ballesteros sobre valoración dinámica de

³ Véase J.G. DE MADARIAGA "Las Fusiones". Anuario El País 1.988. p.426-427

⁴ Una descripción detallada del efecto de las inversiones alternativas o necesidades de liquidez sobre el valor subjetivo puede encontrarse en V.CABALLER "Valoración Agraria.." op. cit Pg.256 y sig, y en E.BALLESTERO "Principios de Economía de la Empresa" Ed Alianza Madrid 1978 pg 515y sig.

los activos puede ser un interesante punto de partida⁵, en este sentido recordemos que el valor dinámico de un activo (empresa integrante del grupo) quedaría acatado superiormente por su valor subjetivo para el grupo empresarial, y que la suma de todos los valores dinámicos debería coincidir con el valor del grupo o ser superior al mismo, permitiendo este conjunto de relaciones es posible la formulación de un modelo explicativo de gran utilidad para el establecimiento de estrategias del grupo en relación con las empresas que lo integran.

Résumé

Ce travail présente une vision globale de l'état actuel et les tendances théoriques sur l'estimation des entreprises en Espagne, thème qui suscite un grand intérêt dû aux récentes transformations survenues dans l'économie espagnole. Considérer l'entreprise comme un investissement risqué est la base de la méthodologie appliquée de façon plus généralisée. L'application de l'Estimation Objective-Subjective à diverses situations concrètes s'inscrit dans le cadre de futures recherches en matière d'Estimation des Entreprises.

Summary

A global view of the present state and the theoretical tendencies of the valuation of companies in Spain is presented in this work, given that an increasing interest has been aroused due to recent changes in the Spanish economy. In a more generalized way, the basis of the methodology applied is the consideration of the company as an investment stake. The application of Objective-Subjective Valuation to some specific situations is noted as the basis for future investigations of the Valuation of Companies.

⁵ Véase E.BALLESTERO "Teoría y estructura de la nueva contabilidad". Ed Alianza. Madrid 1.979

Il metodo analitico nella valutazione delle aziende industriali

M. Orefice*

Nella generalità dei casi, il ciclo di vita utile di un'azienda industriale può distinguersi, più o meno nettamente, in tre fasi temporali: (fig. 1) una prima fase, che possiamo definire d'avvio, in cui l'azienda non può ancora considerarsi tale: il complesso di beni economici che la costituiscono ha ancora bisogno di integrarsi sia sotto il profilo produttivo che sotto quello organizzativo. Esistono problemi di assestamento, quindi, come di inserimento nel mercato: l'azienda ha bisogno di effettuare attività promozionali che le assicurino una stabile e duratura preferenza dei consumatori.

In questa fase, generalmente, il reddito aziendale è negativo o assai limitatamente positivo, tale comunque da non consentire alcuna valutazione attraverso la capitalizzazione dei redditi netti. Ne consegue che nello stesso periodo il valore del complesso aziendale può essere soltanto rappresentato dalla sommatoria dei valori attuali degli impianti e delle attrezzature, che supera evidentemente il valore ricavabile dalla capitalizzazione dei redditi. In questi casi, cioè, l'aspetto economico di maggior rilievo sarà quello relativo al valore del costo di riproduzione oppure, per particolari scopi della stima, al valore complementare, di trasformazione o di surrogazione.

- Una seconda fase, che possiamo definire di azienda avviata o in avviamento, in cui, essendosi verificate le condizioni per l'assestamento interno e per l'inserimento sul mercato, viene realizzato un certo livello di reddito la cui capitalizzazione ad un opportuno saggio è in grado di esprimere il valore di mercato dell'azienda stessa.

In questa fase di vita, come vedremo, potranno considerarsi anche quelle aziende che, per particolari situazioni interne o di mercato, non producono redditi positivi che, invece, con opportuni accorgimenti sarebbero in grado di produrre.

- Una terza fase, infine, di azienda in decadenza in cui nuovamente l'aspetto economico più significativo del complesso aziendale è

* Prof. ordinario di Principi di Economia ed Estimo nell'Università di Napoli

rappresentando soltanto dal valore attuale degli impianti, delle attrezzature e delle pertinenze dell'azienda stessa. Anche in questi casi, quindi, dovrà farsi riferimento soltanto al valore del costo di riproduzione deprezzato, al valore di trasformazione o al valore complementare.

Nella stima delle aziende industriali si presenta, quindi, sovente la necessità di considerare l'aspetto economico a cui corrisponde il più probabile valore di mercato. Ciò avviene tanto più frequentemente quanto più limitata è la dimensione dell'azienda, e, pertanto, quanto più elevato è il numero di operatori economici in grado di costituire la domanda d'acquisto.

Nella pratica estimativa il motivo della richiesta valutazione può riscontrarsi in trasferimenti di proprietà, in ripartizioni patrimoniali, nell'applicazione di imposte sul patrimonio, ecc.

La determinazione del valore di mercato comporta il giudizio di stima sul rapporto di equivalenza tra un bene economico (l'azienda) e la moneta, in funzione dell'utilità che il bene stesso può dispiegare. Il valore di mercato di un'azienda può, quindi, definirsi, come la somma di denaro che si stima ordinariamente erogabile per l'acquisto dell'azienda stessa in condizioni di libero mercato.

L'applicazione del metodo della capitalizzazione dei redditi per la determinazione del valore di mercato delle aziende in avviamento è possibile, com'è noto, sulla base di due ipotesi fondamentali:

- che il valore di mercato di un bene economico sia eguale alla somma dei redditi futuri opportunamente scontati all'attualità;
- che l'estimatore sia messo in grado di esprimere un corretto giudizio di previsione su tali redditi futuri e sui relativi saggi di sconto.

La verifica della prima ipotesi è in pratica assicurata dalla sostanziale equivalenza economica, tra un fondo di beni attuali ed il flusso di redditi futuri da esso fondo ritraibili e scontati all'attualità.

Per la verifica della seconda ipotesi sarà necessario, come è facile intuire, che il tecnico estimatore possa essere informato dell'intera situazione economica e produttiva dell'azienda ma soprattutto, che disponga delle opportune ed approfondite conoscenze per interpretare in modo corretto i complessi fenomeni del mercato in cui l'azienda opera.

* * * *

Nella determinazione del più probabile valore di mercato di un impianto industriale, l'ipotesi di base consiste nella previsione di un profitto netto probabile capace di remunerare il valore dell'impianto secondo un certo tasso di interesse.

Dovrà ragionevolmente ritenersi che tale remunerazione, oltre che a compensare il capitale in rapporto al mancato guadagno per non aver ricevuto altro impiego, debba risultare tanto più elevata quanto più incerto sarà il successo e meno stabili le prospettive dell'industria in relazione alle numerose incognite che potranno verificarsi durante la vita stessa dell'azienda.

Spesso si è preferito, pertanto, scindere il saggio di capitalizzazione (r) in due componenti:

- una prima (r') corrispondente all'interesse normale che il capitale percepirebbe se investito in impieghi di normale sicurezza;
- una seconda (r'') corrispondente ad un profitto industriale destinato a ripagare i rischi e le cure connesse con la particolare natura dell'industria considerata (*pretium aexietatis*).

Non vi è necessità di conservare in pratica tale scomposizione del saggio in due parti, è, comunque, necessario tenerla costantemente presente in quanto il saggio di capitalizzazione di investimenti industriali sarà, infatti, tanto più alto del saggio di interesse prodotto da investimenti di normale riposo quanto maggiori saranno i rischi connessi con la specifica produzione cui è destinato.

Molto frequentemente peraltro, nel campo dell'estimo industriale il saggio non appare come un dato elementare di diretto o facile reperimento e si presenta, quindi, per l'estimatore la necessità di una sua determinazione indiretta non soltanto attraverso indagini di mercato, ma soprattutto tramite l'analisi delle diverse e coesistenti circostanze che lo influenzano quantitativamente.

Il metodo analitico che qui viene proposto scaturisce da una lunga serie di esperienze dirette e consente, a nostro avviso, una più logica motivazione del giudizio di stima. Si tratta, in pratica, della trasposizione al campo industriale della metodologia già correntemente adottata nell'ambito dell'estimo urbano per la determinazione del valore di mercato delle unità immobiliari ed, a parte qualche comprensibile approssimazione quantitativa in taluni casi molto particolari, ha mostrato finora una rilevante aderenza alla effettiva realtà delle valutazioni aziendali.

Va innanzitutto sottolineato che, sotto l'aspetto del rischio collegato alla domanda dei beni offerti, le aziende industriali appaiono suddivise in tre grandi categorie:

- *Aziende produttrici di beni o servizi a domanda notevolmente stabile*, cioè caratterizzate da una elevata sicurezza con cui i beni o i servizi offerti dall'azienda stessa potranno essere collocati sul mercato per effetto di una

domanda che tende a rimanere costante o ad evolvere lentamente nel tempo. Appartengono a questa categoria, ad esempio, le aziende produttrici e distributrici di energia elettrica, gas, acqua, ecc.; le raffinerie di prodotti petroliferi, le industrie chimiche di base, le industrie siderurgiche per prodotti di serie, ecc.

In prima approssimazione, può dirsi che a tale gruppo appartengono anche le aziende produttrici di beni a domanda rigida che, per effetto dell'utilità offerta al consumatore o della forma di mercato venuta ad instaurarsi, mostrano una limitata sensibilità alle variazioni del prezzo.

I livelli di reddito, che l'azienda potrà conseguire in futuro dipendono, evidentemente, dai prezzi di mercato ma risultano anche strettamente correlati alle caratteristiche tecnologiche e produttive dell'impianto, alla domanda dell'intero settore produttivo e ad altri parametri esterni di solito facilmente quantificabili e prevedibili. Ne deriva, essenzialmente, un minor rischio per l'investimento nel suo complesso e per i reinvestimenti successivi, con conseguenti oscillazioni del saggio di interesse entro i limiti sostanzialmente modesti e generalmente contenuti tra i valori del 5% e del 9%.

- *Aziende produttrici di beni o servizi a domanda limitatamente stabile*, cioè caratterizzate da una non elevata sicurezza in merito al collocamento dei prodotti offerti.

Per questa categoria la domanda non appare costante nel tempo o evolve con una certa discontinuità. Rispetto alla precedente categoria, la rigidità della domanda tende a diminuire ed il rischio connesso agli investimenti o ai reinvestimenti ne risulta, di conseguenza, accresciuto. Il saggio di capitalizzazione oscilla entro i limiti compresi tra il 7% e il 16%. A questo gruppo appartiene un rilevante numero di settori produttivi quali, ad esempio, i settori meccanico, chimico, alimentare, dell'abbigliamento, dell'arredamento dell'editoria, ecc. ed i servizi di trasporto, delle comunicazioni, assicurativi ecc.

- *Aziende produttrici di beni o servizi a domanda instabile*, infine, caratterizzate, cioè, da una notevole incertezza sulle possibilità di collocamento dell'offerta e da una sostanziale elasticità della domanda in funzione di non trascurabili variazioni di prezzo o di frequenti alterazioni delle motivazioni d'acquisto.

A questa categoria appartengono, generalmente, aziende legate a particolari tipi di forniture di durata limitata o non esattamente prevedibili nel tempo, aziende produttrici di beni e servizi tecnologicamente avanzati, ma anche aziende industriali o commerciali di limitate dimensioni operanti

in mercati con spiccate caratteristiche concorrenziali. Per questi più evidenti caratteri di rischiosità dell'investimento, il saggio di capitalizzazione presenta una escursione assai più ampia e generalmente contenuta tra i valori limiti dell'8% e del 25%. Valori del saggio ancora più elevati sono stati talvolta riscontrati nel caso di aziende per le quali l'entità dei capitali fissi risulta modesta nei confronti del capitale circolante.

La metodologia operativa che qui si propone per la determinazione analitica del saggio di capitalizzazione è, in pratica, la seguente: una volta classificata l'azienda in esame in una delle tre categorie dinanzi descritte e noti pertanto i limiti normali di escursione del saggio della categoria stessa, è possibile partire dal saggio della categoria e successivamente esprimere un obiettivo giudizio critico, da tradursi in termini quantitativi, in merito alle numerose "influenze" esterne ed interne che possono tendere a far crescere o diminuire il saggio medio.

Si perviene, così, in definitiva alla determinazione analitica del saggio di capitalizzazione attraverso l'espressione di un giudizio di stima per ciascuna delle numerose condizioni (esterne, interne e di collegamento) fin qui indicate. A tale scopo, nell'allegata Tav. 1 viene proposta un'espressione quantitativa dell'influenza, positiva o negativa, che ciascuna condizione può apportare al saggio medio della specifica categoria.

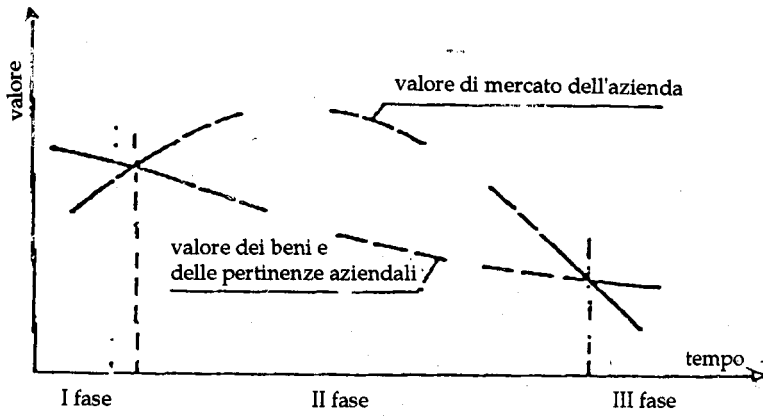
Un giudizio completamente positivo in merito ad un singola condizione comporta, evidentemente, la conseguente riduzione del saggio medio nella misura indicata alla Tav. 1; al contrario, un giudizio del tutto negativo, comporta l'incremento del saggio medio nell'analogha misura. Sarà logicamente compito dell'estimatore definire l'entità dell'influenza stessa in funzione della gradualità del giudizio emesso.

Va altresì sottolineato che un giudizio eccezionalmente positivo o al contrario, eccezionalmente negativo per ogni singola condizione può comportare una definizione quantitativa della relativa influenza oltre i valori indicati nella tavola stessa; è, in effetti, sostanzialmente per questo motivo che possono riscontrarsi nella realtà pratica valori particolari del saggio di capitalizzazione al di là dei limiti normali di escursione indicati per ciascuna categoria.

Tabella 1

	I Cat.	II Cat.	III Cat.	Influenza sul saggio medio (in %)	(saggio medio: r = 7,00%) (saggio medio: r = 11,00%) (saggio medio: r = 16,50%)
<p>I CATEGORIA: Aziende a dom. notevolmente stabile II CATEGORIA: Aziende a dom. limitatamente stabile III CATEGORIA: Aziende a dom. instabile</p>					
CONDIZIONI ESTERNE:					
di mercato	± 0.10 ± 0.05 ± 0.05 ± 0.05	± 0.25 ± 0.20 ± 0.15 ± 0.10	± 0.30 ± 0.25 ± 0.20		
d'ambiente:	± 0.05 ± 0.05 ± 0.10	± 0.15 ± 0.15 ± 0.15	± 0.30 ± 0.30 ± 0.30		
CONDIZIONI DI COLLEGAMENTO:					
di produzione:	± 0.25 ± 0.15 ± 0.15 ± 0.10 ± 0.05 ± 0.10	± 0.30 ± 0.30 ± 0.25 ± 0.20 ± 0.25 ± 0.20	± 0.45 ± 0.55 ± 0.40 ± 0.35 ± 0.30		
di distribuzione	± 0.05 ± 0.05 ± 0.05 ±	± 0.30 ± 0.25 ± 0.30 ± 0.20	± 0.55 ± 0.50 ± 0.60 ± 0.50		
CONDIZIONI INTERNE:					
di struttura:	± 0.15 ± 0.10 ± 0.05	± 0.15 ± 0.10 ± 0.15	± 0.40 ± 0.25 ± 0.35		
finanziarie:	± 0.10 ± 0.10 ± 0.05 ± 0.05	± 0.15 ± 0.10 ± 0.10 ± 0.10	± 0.35 ± 0.30 ± 0.20 ± 0.35		

Figura 1 - Andamento del valore di mercato dell'azienda e di quello dei suoi elementi costitutivi nel corso della sua vita



Résumé

L'A. va exposer les resultat de nombreux études sûr l'évaluation des entreprises qui marchent déjà de quelque temp et qui ont la possibilité de produire des revenus positifs, dont capitalisation peut exprimer le relatif valeur de marché.

Après avoir classifié l'entreprise en trois particuliers cathegories on va analizer les plusieurs caractéristiques (intérieur et extérieur) qui peuvent influencer le montant de l'essais spécifique.

Summary

The A. exposes the results of studies concerning the valuation of firms just becoming and allowed to produce positive incomes whose capitalization can express their value of market.

After a classification of the firm into three particular categories there is an analysis of the conditions (internal and external to the firm) that can influence the amount of the specific essay.