

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.

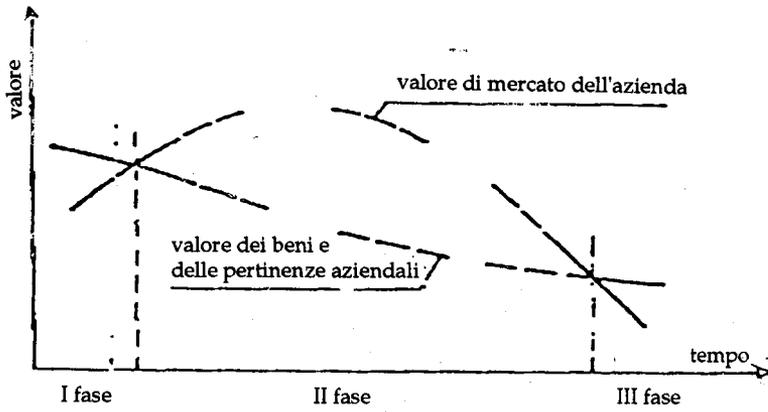
Un giudizio completamente positivo in merito ad un singola condizione comporta, evidentemente, la conseguente riduzione del saggio medio nella misura indicata alla Tav. 1; al contrario, un giudizio del tutto negativo, comporta l'incremento del saggio medio nell'analogha misura. Sarà logicamente compito 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</p> <p>II CATEGORIA: Aziende a dom. limitatamente stabile</p> <p>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 specifique.

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.