



LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWKI - La libreria del professionista

[VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO](#)

**7. IL METODO
REDDITUALE
ED IL METODO MISTO**

di Stefano Pozzoli e Sabrina Pisano

7.1. PREMESSA

Secondo il metodo reddituale il valore dell'azienda consiste nella somma dei flussi futuri di reddito, attualizzati ad un tasso di attualizzazione che sia espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri.

In sostanza, secondo tale approccio, l'azienda crea ed ha valore solo se, e nella misura in cui, è in grado di produrre risultati economici positivi nel futuro.

Il metodo reddituale rientra tra i "modelli di valutazione assoluti", al pari di quello finanziario.

A differenza di quest'ultimo, però, le cui valutazioni sono tipicamente *asset side*, nel modello reddituale le valutazioni sono principalmente condotte utilizzando un approccio *equity side*, ossia al netto delle passività finanziarie.

Tuttavia, anche il metodo reddituale può essere utilizzato, con opportuni adattamenti, per valutazioni *asset side*. Quest'ultima circostanza sarà approfondita nel paragrafo 7.4.

La trattazione che segue, invece, è condotta nell'ottica tradizionale del modello, ossia l'approccio *equity side*.

Tra i principali vantaggi ascrivibili al metodo reddituale va considerata la capacità di rappresentare in maniera significativa ed unitaria, come nessun altro indicatore, la situazione aziendale. Quest'ottica risponde in modo estremamente efficace al modo di interpretare l'azienda in Italia, perché è estremamente coerente con quella concezione zappiana a cui tutti in un modo o nell'altro sentiamo di riferirci.

Non è possibile tacersi che, nella sua pratica applicazione, emergono spesso forti difficoltà, poiché il processo di normalizzazione dei redditi, che rappresenta una fase prodromica all'applicazione del metodo reddituale, pur ponendosi correttamente l'obiettivo di superare le politiche di bilancio, rischia comunque di introdurre elementi di arbitrio e di soggettività nel processo di stima dei futuri flussi di reddito.

I PIV (III.1.32) suggeriscono di utilizzare il metodo reddituale nelle situazioni aziendali stabilizzate, e di fare ricorso al metodo finanziario nelle situazioni caratterizzate da fattori evolutivi, ossia quando è necessario seguire lo sviluppo di risultati variabili nel tempo.

L'applicazione del metodo reddituale comporta lo svolgimento di tre passaggi logici.

Nel primo, il valutatore deve definire l'orizzonte temporale dell'analisi, la cui estensione dipende da molteplici variabili, tra le quali assume particolare importanza la disponibilità e l'attendibilità della documentazione ricevuta.

Successivamente, si deve procedere alla stima dei flussi di reddito "normali attesi". Tali due termini, di uso frequente nella prassi valutativa, richiedono non poche e

spesso non semplici ed oggettive operazioni di calcolo per determinarne correttamente l'ammontare.

Per reddito normale si intende un reddito che sia privo di componenti spurie e straordinarie e che sia al netto di eventuali politiche di bilancio, che prevedono normalmente diverse finalità. Si tratta, in sostanza, di intervenire per rettificare le singole poste contabili da tali elementi, nell'ottica di normalizzare ogni voce al fine di ottenere un risultato economico significativo e stabile nel tempo. Le poste maggiormente critiche sono, come noto, quelle oggetto di stima, tra cui ammortamenti, accantonamenti, rimanenze, ecc.

A tale processo di normalizzazione, si affianca un processo di integrazione del reddito d'esercizio con quelle componenti economiche che, pur non essendo oggetto di rilevazione, incidono sulla capacità reddituale dell'azienda. Ciò al fine di giungere alla determinazione di un risultato economico completo.

Le operazioni di normalizzazione ed integrazione vengono effettuate prevalentemente su dati storico-consuntivi, operando quindi sui bilanci d'esercizio predisposti dall'azienda. Tali operazioni sono, infatti, propedeutiche e necessarie per una corretta ed attendibile stima dei futuri flussi di reddito.

Con riferimento a tale ultimo punto, ossia la definizione dei flussi di reddito attesi, esistono diversi approcci per stimarne la grandezza. Si fa riferimento alla proiezione dei risultati storici, ai risultati programmati, alla crescita attesa ed alle opzioni innovative. Rinviando al paragrafo 7.3.2. per una trattazione più approfondita, in questa sede occorre sottolineare la differenza dei primi approcci rispetto agli ultimi due in base alla modalità di determinazione delle ipotesi di gestione futura.

In breve, negli approcci della proiezione dei risultati storici e dei risultati programmati, per la stima dei redditi attesi si fa riferimento alla capacità di reddito già conseguita dall'azienda nel corso della gestione trascorsa o acquisibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già in atto e ben individuate. Diversamente, negli approcci della crescita attesa e delle opzioni innovative, si cerca di dare una misura delle capacità di reddito future e pertanto non ancora raggiunte, seppur realizzabili, le cui premesse economiche non sono ancora state costruite. Di conseguenza, mentre nei primi due approcci l'esperto valutatore farà riferimento ai redditi storici ed alla loro ragionata proiezione nell'immediato futuro per la stima dei redditi attesi, negli ultimi due metodi i redditi storici possono anche essere in certa misura non considerati.

I primi approcci portano alla stima del valore di capitale economico; gli ultimi due, invece, conducono alla definizione del c.d. capitale potenziale.

L'ultima fase del processo di applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del tasso di attualizzazione, per la cui trattazione si rinvia il lettore al capitolo ad esso destinato.

In questa sede occorre evidenziare come la scelta del tasso di attualizzazione debba essere coerente con la configurazione dei flussi di reddito normali attesi prescelta. Se, infatti, l'esperto decide di adottare un approccio *equity side* dovrà utilizzare i flussi di reddito netti ed un tasso capace di esprimere il costo-opportunità dei mezzi propri, quale il *cost of equity* (K_e). Se, diversamente, effettua una valutazione *asset side*, la configurazione dei flussi di reddito deve esprimere il risultato della gestione al lordo degli oneri finanziari (*debt-free earnings*), come per esempio il *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT), ed il tasso di attualizzazione è il *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

7.2. LA DEFINIZIONE DELL'ORIZZONTE TEMPORALE

Nella prassi operativa, il metodo reddituale presenta molteplici orizzonti temporali, il cui limite minimo è riassumibile in pochi anni e quello massimo può essere considerato l'infinito.

Se il riferimento ad un periodo di tempo circoscritto è necessaria in casi particolari (periodo di concessione, esaurimento fisico della attività o dello scopo, ecc.) è chiaro che in via generale, considerato che l'azienda è un istituto atto a perdurare, l'adozione di un arco di tempo indeterminato sembra la soluzione più corretta. L'esperto valutatore potrebbe, quindi, adottare la formula della rendita perpetua in modo da giungere ad una stima sintetica del valore dell'azienda riferita ad un orizzonte temporale infinito.

Se, invece, l'esperto valutatore opta per una stima analitica dei futuri flussi di risultato, l'arco temporale prescelto dovrà essere definito, a causa delle difficoltà connesse alla stima di redditi normali attesi attendibili all'aumentare dell'orizzonte temporale. Diviene, quindi, necessario limitare l'intervallo di tempo indagato (ad esempio a 3-5 anni), considerato anche che il contributo dei flussi più lontani alla determinazione del valore si riduce all'aumentare del periodo oggetto di analisi. In simili circostanze, un modo per considerare un orizzonte temporale infinito consiste nella stima e successiva attualizzazione di un *terminal value*, che rappresenta una misura sintetica dei risultati che si possono generare dopo l'ultimo flusso puntualmente indagato.

Secondo i PIV (III.1.31), l'arco temporale deve appunto essere di regola infinito. Tuttavia, nel caso di aziende caratterizzate da radici meno solide, o operanti in settori con elevata variabilità dei soggetti, è comunque preferibile l'adozione di un orizzonte temporale definito.

Le incertezze previsionali dipendono da molteplici variabili, quali il grado di rischio dell'attività dell'azienda, il dinamismo che caratterizza l'ambiente competitivo, ecc. A ciò si deve aggiungere la disponibilità e l'attendibilità della documentazione ricevuta.

Ai fini di una corretta valutazione, come si è detto nel primo capitolo, l'esperto valutatore necessita di un'adeguata base informativa, composta da molteplici documenti, quali gli ultimi bilanci approvati, con allegati le relazioni sulla gestione e del collegio sindacale, il *budget* dell'esercizio in corso e di quelli precedenti, il piano previsionale (triennale o quinquennale), ulteriore documentazione specifica relativa all'azienda, così come gli studi e le analisi di settore e di mercato.

La possibilità di prevedere in modo attendibile i futuri flussi di reddito normali (e la scelta dell'orizzonte temporale di riferimento per la valutazione) dipende, quindi, dalla quantità di informazioni messe a disposizione dell'esperto valutatore e dall'affidabilità di simili dati, i quali dovranno essere opportunamente rielaborati mediante l'analisi fondamentale al fine di giungere alla determinazione di un risultato economico atteso significativo, stabile e completo.

7.3. LA STIMA DEI FLUSSI DI REDDITO NORMALI ATTESI

La stima dei flussi di reddito normali attesi rappresenta una fase complessa nel processo di applicazione del metodo reddituale. L'esperto, infatti, può decidere di esprimere i futuri flussi di reddito in diversi modi, come di seguito riportato:

- a) identificazione di un valore medio, riferito ad un periodo futuro indeterminato o ad un orizzonte temporale definito;
- b) determinazione analitica di una serie di risultati annuali;
- c) determinazione analitica di una serie di risultati annuali ed identificazione di un valore sintetico riferito ad un periodo futuro definito o indeterminato.

La scelta di una configurazione piuttosto che di un'altra comporta l'adozione di una diversa formula matematica per l'attualizzazione dei flussi di reddito normali attesi.

La Tavola 7.1 riporta le formule più frequentemente utilizzate. Considerato che la trattazione è condotta nell'ottica tradizionale del metodo reddituale, ossia l'approccio *equity side*, la configurazione di reddito prescelta esprime il risultato netto, mentre il tasso di attualizzazione è espressione del costo-opportunità dei mezzi propri.

Tavola 7.1 - Le formule del metodo reddituale

1. Formula con reddito medio atteso per un orizzonte temporale infinito

$$W = \frac{\bar{r}}{i}$$

2. Formula con reddito medio atteso per un orizzonte temporale definito di n anni

$$W = \bar{r} a_{n \overline{|\ }i}$$

3. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per n anni

$$W = \sum_{j=1}^n \frac{r_j}{(1+i)^j}$$

4. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per m anni e identificazione di un reddito medio atteso per l'orizzonte temporale successivo (da m+1 a n)

$$W = \sum_{j=1}^m \frac{r_j}{(1+i)^j} + \sum_{j=m+1}^n \frac{\bar{r}}{(1+i)^j}$$

5. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per n anni e identificazione di un valore terminale all'n-esimo anno

$$W = \sum_{j=1}^n \frac{r_j}{(1+i)^j} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

6. Formula con scomposizione dei flussi di reddito attesi in tre periodi

$$W = \sum_{j=1}^m \frac{r_j}{(1+i)^j} + \sum_{j=m+1}^n \frac{\bar{r}}{(1+i)^j} + \frac{TV}{(1+i)^n}$$

Legenda:

W = Valore dell'azienda

\bar{r} = Reddito medio atteso

r_j = Reddito dell'anno j-esimo

TV = *Terminal value*, ossia il valore terminale dell'azienda

i = Tasso di attualizzazione

n, m = numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi

$a_{\overline{|\ }i}$ = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

Come si è detto, il valutatore può decidere di identificare un reddito medio atteso ed attualizzarlo mediante la formula della rendita perpetua (formula 1). In questo caso, l'orizzonte temporale prescelto è infinito.

I sostenitori di tale tesi partono dal presupposto che la determinazione analitica dei flussi di reddito attesi è soggetta ad elevata incertezza, date le difficoltà di previsione del futuro andamento delle grandezze economiche, che comporta una scarsa attendibilità dei risultati economici stimati. Di conseguenza, è preferibile individuare un reddito medio, tale da escludere le punte, sia positive sia negative, che si potrebbero rilevare nei diversi esercizi.

Per la determinazione del reddito medio si può fare riferimento sia alla media semplice sia alla media ponderata. Nel primo caso, si assegna il medesimo peso a tutti i redditi oggetto di analisi; nel secondo, invece, i risultati economici vengono ponderati, assegnando ad ognuno un peso diverso in base alle assunzioni formulate dal valutatore. L'arbitrarietà della media ponderata induce spesso a preferire la media aritmetica semplice.

Per quel che riguarda i redditi oggetto di analisi, nella prassi solitamente si tende a considerare i risultati conseguiti nei più recenti anni che precedono la data di valutazione (solitamente 3 anni) e quelli conseguibili nell'immediato futuro.

Tale modalità di determinazione del valore dell'azienda è adatta soprattutto laddove ricorrano le condizioni di forte stabilità nel tempo delle condizioni di svolgimento della gestione.

In tali circostanze, secondo i PIV (III.1.31), il reddito sostenibile nel lungo periodo è stimato normalizzando i risultati del più recente passato ed introducendo gli aggiustamenti eventualmente necessari per tenere conto di nuove condizioni future.

In alternativa alla formula della rendita perpetua, è applicata la seguente formula:

$$W = r \times \frac{1 + g}{1 - g}$$

Dove r è il reddito dell'ultimo anno e g (*growth*) è il fattore di crescita, ossia una stima del tasso di crescita previsto negli anni. In tale formula, il numeratore esprime la capacità di reddito normale raggiunta nell'ultimo anno (r), maggiorata della variazione attesa per un anno ($1 + g$), mentre il denominatore esprime le attese di aumento dei redditi, mediante la riduzione del tasso di attualizzazione ($1 - g$).

Vi sono, poi, situazioni in cui si ritiene preferibile considerare un arco di tempo limitato, piuttosto che infinito. In tal caso, l'esperto valutatore può procedere con l'attualizzazione del reddito medio atteso utilizzando la formula della rendita con durata definita (formula 2).

Al riguardo, occorre sottolineare che la differenza tra il valore attuale di una rendita con durata definita ed il valore attuale di una rendita perpetua diminuisce, *ceteris paribus*, all'incremento dell'orizzonte temporale della prima, fino a diventare trascurabile quando l'arco di tempo considerato è superiore ai 25 anni.

La soluzione alternativa rispetto all'identificazione di un valore medio, riferito ad un periodo futuro indeterminato o ad un orizzonte temporale definito, è la determinazione analitica di una serie di risultati annuali. In tal caso, l'esperto valutatore deve procedere alla puntuale quantificazione dei risultati futuri ed alla loro successiva attualizzazione (formula 3).

Tale soluzione comporta una considerevole riduzione dell'orizzonte temporale, a causa delle difficoltà connesse alla stima di redditi normali attesi affidabili all'aumentare dell'arco di tempo indagato. Pertanto, nella prassi tale alternativa è poco utilizzata, salvo nel caso di aziende caratterizzate da una durata definita, come le società che operano su concessione.

Considerati i limiti della precedente modalità di calcolo del valore dell'azienda, spesso la prassi operativa adotta una soluzione intermedia, consistente nella determinazione analitica di una serie di risultati annuali e nella successiva identificazione di un valore sintetico riferito ad un periodo futuro.

Tale dato sintetico può essere rappresentato sia da un valore medio (formula 4), sia dal c.d. *terminal value* (formula 5). Nel primo caso, l'esperto adotta un orizzonte temporale definito; nel secondo, invece, l'arco di tempo indagato è comunque infinito.

Analizziamo brevemente le due formule. Nella formula 4, il primo addendo rappresenta la somma dei flussi di reddito normali attesi puntualmente stimati ed attualizzati; il secondo addendo, invece, esprime la somma dei redditi medi attesi per un arco di tempo definito (da $m+1$ a n) ed attualizzati. Si tratta, in altri termini, di assegnare uno stesso valore medio a tutti gli esercizi compresi tra $m+1$ e n . Il reddito medio atteso deve essere stimato seguendo la stessa logica illustrata per descrivere il numeratore della formula della rendita perpetua.

Nella formula 5, il primo addendo rappresenta sempre la somma dei flussi di reddito normali attesi puntualmente stimati ed attualizzati; il secondo addendo, invece, esprime il valore attuale del *terminal value* stimato all'anno n .

Ci sono tre diversi modi per determinare il *terminal value*:

- utilizzando un multiplo applicato al reddito previsto per l'anno $n+1$;
- stimando quanto il mercato è disposto a pagare per le attività accumulate fino all'anno n . Tale soluzione presuppone la liquidazione dell'attività alla data futura scelta;
- usando la formula della rendita perpetua a partire dall'anno in cui si interrompe la misurazione puntuale del reddito.

Il terzo approccio richiede la determinazione di un reddito medio atteso nell'anno n e la sua successiva attualizzazione mediante la seguente formula:

$$TV = \frac{R_n}{i}$$

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

Dove R_n è il reddito medio atteso nell'anno n ed i è il tasso di attualizzazione. In ogni caso, il valore terminale deve poi essere attualizzato, come indicato in formula 5.

Infine, un'ulteriore soluzione prevede la scomposizione dei flussi di reddito normali attesi in tre periodi (formula 6). Nel primo periodo (dall'anno 1 all'anno m) i flussi di reddito attesi sono determinati in modo puntuale; nel secondo periodo (dall'anno $m+1$ all'anno n) si determina ed attualizza un reddito medio atteso; nel terzo periodo, infine, il valutatore calcola ed attualizza il *terminal value*, come precedentemente definito.

Secondo tale alternativa, quindi, il valore dell'azienda è dato dalla somma di tre componenti: il primo addendo esprime la somma dei flussi di reddito normali attesi puntualmente stimati ed attualizzati; il secondo addendo rappresenta la somma dei redditi medi attesi per un arco di tempo definito (da $m+1$ a n) ed attualizzati; il terzo addendo, infine, esprime il valore attuale del *terminal value* stimato all'anno n .

Descritte le principali formule del metodo reddituale, nel seguito della trattazione si approfondiranno le modalità di determinazione dei risultati economici futuri.

Punto di partenza per la stima dei flussi di reddito normali attesi è la base informativa, ossia l'insieme di documenti contenenti dati quantitativi ed informazioni qualitative, di natura finanziaria e non finanziaria.

La documentazione messa a disposizione dell'esperto valutatore, si ricorda, deve riguardare sia dati consuntivi (es. ultimi bilanci approvati, con allegate le relazioni sulla gestione e del collegio sindacale) sia informazioni prospettiche (es. *budget* e piani pluriennali).

In proposito, è opportuno che i documenti ricevuti, sia storici che prospettici, coprano un arco temporale sufficientemente esteso (generalmente di 3-5 anni). La quantità e l'affidabilità dei documenti ricevuti incidono, come anticipato, sulla capacità dell'esperto valutatore di stimare in modo attendibile i futuri flussi di reddito.

I dati finanziari a consuntivo devono essere opportunamente rielaborati. Più precisamente, il valutatore deve preliminarmente procedere alla riclassificazione del conto economico (utilizzando la configurazione a valore della produzione e valore aggiunto, con evidenziazione dei margini per linee di prodotti o con costi distinti per destinazione), per poi rettificarlo ed integrarlo, mediante i processi di normalizzazione ed integrazione, al fine di favorire il passaggio dal reddito d'esercizio ad un risultato normale, ossia significativo, stabile e completo.

Le informazioni prospettiche, invece, servono per la stima dei flussi di reddito attesi e devono essere oggetto di opportune verifiche da parte del valutatore, al fine di riscontrare la ragionevolezza e l'attendibilità delle ipotesi sottostanti.

7.3.1 La determinazione del reddito normale: i processi di normalizzazione ed integrazione del reddito d'esercizio

I processi di normalizzazione ed integrazione permettono, come anticipato, il passaggio dal reddito contabile, ossia risultante dal prospetto di conto economico, ad un risultato normale, ossia significativo, stabile e completo.

Più precisamente, mediante il processo di normalizzazione si perviene ad un risultato stabile e significativo, in quanto privo delle componenti spurie e straordinarie, nonché al netto di eventuali politiche di bilancio; mediante il processo di integrazione, invece, si giunge alla determinazione di un risultato completo, in quanto il reddito d'esercizio è integrato con quelle componenti economiche che, pur non essendo oggetto di rilevazione, incidono sulla capacità reddituale dell'azienda.

Il processo di normalizzazione

Il processo di normalizzazione consiste in un insieme di operazioni volte a correggere le singole voci di ricavo e di costo. Più precisamente, il processo di normalizzazione si struttura nelle seguenti operazioni correttive:

- 1) rettifica e/o eliminazione di ricavi e costi parzialmente o completamente estranei alla gestione;
- 2) aggiunta di ricavi e costi non espressi, o parzialmente rilevati, nel prospetto di conto economico;
- 3) correzione di valori determinati in base all'applicazione di politiche di bilancio o di convenzioni contabili non coerenti con la finalità della valutazione;
- 4) eliminazione o redistribuzione nel tempo degli oneri e proventi straordinari;
- 5) rideterminazione delle imposte dirette;
- 6) neutralizzazione degli effetti dell'inflazione.

Andiamo ora a vedere, singolarmente prese, tali operazioni.

1. Rettifica e/o eliminazione di ricavi e costi parzialmente o completamente estranei alla gestione

Tale operazione correttiva si riferisce a due diverse tipologie di ricavi e costi:

- ricavi e costi che non hanno attinenza con la gestione caratteristica;
- ricavi e costi per i quali non si riscontra alcuna utilità ceduta o acquisita dall'azienda, o tale utilità non risulta congrua.

Con riferimento ai primi, si fa riferimento a quelle componenti economiche che non rientrano nella gestione caratteristica dell'azienda come, ad esempio, il possesso di una partecipazione azionaria di notevole valore che ha perso la sua funzione strategica e, pertanto, è destinata alla vendita, oppure il possesso di un immobile non utilizzato ai fini della produzione da parte dell'azienda.

Considerato che il processo di valutazione si pone l'obiettivo di assegnare un valore all'azienda determinato con riferimento al suo *core business*, tali componenti ac-

cessorie devono essere oggetto di correzione. L'inclusione di simili componenti, infatti, porterebbe alla stima di risultati economici attesi che scontano, oltre al grado di rischio proprio della gestione caratteristica, anche quello relativo la gestione patrimoniale.

Per quel che riguarda le operazioni di correzioni, esse possono essere effettuate in due diversi modi.

Una prima soluzione prevede la totale eliminazione di tali componenti accessorie dai prospetti di conto economico, al fine di giungere ad un reddito normale rappresentativo esclusivamente del risultato della gestione caratteristica, e non anche di quella patrimoniale.

Una seconda soluzione, invece, consiste nel sostituire il flusso reddituale generato dalle componenti accessorie con un flusso allineato al rendimento di mercato. In altri termini, si tratta di tradurre il risultato della gestione accessoria in liquidità, con rendimento corrispondente ai tassi per investimenti a breve in liquidità, qualora i proventi accessori siano utilizzati per incrementare la quantità di scorte monetarie, o ai tassi bancari passivi, qualora il ricavato sia usato per ridurre il livello di indebitamento.

I ricavi ed i costi per i quali non si riscontra alcuna utilità ceduta o acquisita dall'azienda, o tale utilità non risulta congrua, invece, rappresentano componenti economiche che devono essere corrette in quanto, secondo il principio di competenza economica, non doveva essere incluse, del tutto o parzialmente, nel prospetto di conto economico.

L'esempio più evidente è rappresentato dai compensi percepiti dagli amministratori di piccole e medie aziende a conduzione familiare. Tale voce di costo, infatti, molto spesso non è rappresentativa dell'effettivo lavoro prestato e, talvolta, non corrisponde allo svolgimento di un'attività lavorativa. In tali circostanze, il costo relativo al compenso degli amministratori deve essere decurtato, nel primo caso, o totalmente eliminato, nel secondo caso.

2. Aggiunta di ricavi e costi non espressi, o parzialmente rilevati, nel prospetto di conto economico

Tale operazione correttiva si riferisce esattamente alla situazione opposta a quella precedentemente delineata, corrispondente all'eliminazione o riduzione di ricavi e costi in quanto non di competenza. In questo caso, invece, il prospetto di conto economico deve essere integrato, del tutto o parzialmente, con dei ricavi e dei costi di competenza. Tale operazione è richiesta in quanto l'azienda non ha rilevato in contabilità (o ha rilevato solo parzialmente) un flusso reddituale relativo all'utilizzo di beni o alla prestazione di servizi.

Tipico esempio è quello dei compensi degli amministratori nelle piccole e medie aziende a conduzione familiare. Molto spesso, infatti, accade che i manager di simili aziende percepiscano un compenso di gran lunga inferiore rispetto al lavoro prestato, a differenza di quanto esposto nella precedente operazione correttiva. In

tali circostanze, la voce di costo relativa al compenso degli amministratori deve essere rettificata in aumento o inserita *ex novo* nel prospetto di conto economico. Per la determinazione del valore corretto l'esperto può prendere a riferimento la remunerazione che il mercato riconosce agli amministratori per analoghe prestazioni.

3. Correzione di valori determinati in base all'applicazione di politiche di bilancio o di convenzioni contabili non coerenti con la finalità della valutazione

Tale operazione correttiva rappresenta la categoria più numerosa nell'ambito del processo di normalizzazione. Si tratta di rivedere tutte le voci di ricavo e di costo e di rettificare quelle componenti che non permettono una chiara, veritiera e corretta rappresentazione del risultato d'esercizio.

Le poste maggiormente critiche sono, come noto, quelle oggetto di stima, tra cui ammortamenti, accantonamenti, rimanenze, ecc. Inoltre, devono essere rettificate tutte quelle componenti economiche il cui valore è stato determinato in base a norme fiscali, nonché devono essere corrette le poste che non sono state rilevate in applicazione del principio della prevalenza della sostanza economica sulla forma. Infine, devono essere rettificate le componenti di reddito che non sono espressive di una valutazione a valori correnti degli *asset* aziendali, come le quote di ammortamento.

Di seguito vengono proposti alcuni esempi.

Variazione delle rimanenze

I valori delle rimanenze finali ed iniziali, sia di prodotti in corso di lavorazione, semilavorati e prodotti finiti, sia di materie prime, sussidiarie, di consumo e merci, devono essere rettificati in modo da rappresentare i prezzi correnti di mercato.

Variazioni dei lavori in corso su ordinazione

I lavori in corso su ordinazione possono essere valutati applicando sia il criterio della percentuale di completamento sia il criterio della commessa completata. Ai fini valutativi, è opportuno che tale posta sia valutata secondo il criterio della percentuale di completamento, che permette una rappresentazione dei risultati nel pieno rispetto del principio di competenza economico.

Costi per godimento di beni di terzi

La principale operazione correttiva che interessa tale voce del conto economico riguarda le rettifiche relative la contabilizzazione del *leasing* finanziario. Secondo il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, infatti, tale operazione deve essere considerata alla stregua di un finanziamento ottenuto per l'acquisto di un'immobilizzazione. Di conseguenza, il bene oggetto di *leasing* deve essere iscritto tra le attività dello stato patrimoniale e, in contropartita, tra le passività deve essere rilevato il debito verso la società di *leasing*. Nel prospetto di conto economico, in-

vece, si deve procedere allo storno dei canoni di *leasing* dalla voce “Costi per godimento di beni di terzi” ed all’inserimento delle quote di ammortamento dell’immobilizzazioni nella voce “Ammortamenti e svalutazioni” e degli interessi negli “Interessi ed altri oneri finanziari”.

Ammortamenti e svalutazioni

Per quel che riguarda gli ammortamenti, oltre alla rettifica precedentemente illustrata e relativa alla contabilizzazione del *leasing* finanziario secondo il principio di prevalenza della sostanza sulla forma, l’esperto valutatore deve rideterminare il valore delle quote di ammortamento, le quali devono essere espressive di una valutazione a valori correnti degli *asset* aziendali, piuttosto che al costo storico. Inoltre, il valutatore deve rettificare le quote di ammortamento calcolate in base a norme fiscali, piuttosto che in aderenza al principio di competenza economica.

La principale operazione correttiva che riguarda le svalutazioni, invece, si riferisce alle perdite su crediti che, molto spesso, sono rilevate in base a norme fiscali, piuttosto che in aderenza al principio di competenza economica.

4. Eliminazione o redistribuzione nel tempo degli oneri e proventi straordinari

Gli oneri e proventi straordinari rappresentano voci di costo o di ricavo estranei all’attività ordinaria delle aziende e, pertanto, non ripetibile; in quanto tali, devono essere eliminati dal prospetto di conto economico al fine di determinare un risultato normale. Esempi di proventi straordinari sono le plusvalenze conseguite a seguito della cessione di immobilizzazioni nell’ambito di complesse operazioni di ristrutturazione. Esempi di oneri straordinari sono, invece, le perdite a seguito del danneggiamento o della distruzione di beni a causa di un incendio o altra calamità naturale.

Tuttavia, molto spesso i proventi e gli oneri straordinari si riferiscono ad eventi ripetibili, i cui effetti si distribuiscono nel tempo. In tale ultima circostanza, quindi, piuttosto che eliminarli, si deve procedere alla redistribuzione in proporzione al tempo di tali voci di costo e di ricavo. Esempi di simili proventi straordinari sono i realizzi di partecipazioni. Esempi di simili oneri straordinari sono, invece, gli scioperi prolungati.

5. Rideterminazione delle imposte dirette

Una volta definito un risultato economico normale, mediante le operazioni correttive precedentemente illustrate, l’esperto valutatore deve procedere alla determinazione delle imposte dirette (IRES e IRAP). In altri termini, il valutatore deve calcolare gli oneri tributari di competenza dei diversi esercizi che, logicamente, differiscono da quelli pagati dall’azienda.

Al fine di compiere una simile operazione, si deve tener conto della normativa fiscale, che consente la rilevazione delle c.d. imposte anticipate e differite, per cui il

risultato normalizzato deve essere modificato al fine di giungere alla determinazione di un reddito normale imponibile.

Da un punto di vista operativo, l'esperto valutatore deve correggere il risultato normale *ante* imposte in base a quanto previsto dalla normativa fiscale, al fine di determinare un reddito normale imponibile, su cui calcolare le imposte. Tuttavia, molto spesso nella pratica il valutatore non procede ad alcuna rettifica, limitandosi a calcolare gli oneri tributari di competenza dell'esercizio, indipendentemente dalla normativa fiscale.

6. Neutralizzazione degli effetti dell'inflazione

Tale operazione correttiva deve essere attuata quando gli effetti dell'inflazione possono provocare la rilevazione di utili o perdite fittizie. Simili circostanze si verificano in presenza di tassi di inflazione di particolare rilievo (per esempio, oltre il 5%). In questi casi, il valutatore deve riuscire a separare i risultati reali da quelli derivanti in parte dalla somma di valori monetariamente non omogenei e, in quanto tali, apparenti ed illusori.

Da un punto di vista operativo, omogeneizzare i risultati economici significa riportarli tutti al valore odierno, rivalutando i redditi storici in base al tasso di inflazione e deflazionando quelli prospettici in base al tasso di inflazione stimato per il periodo futuro indagato.

Il processo di integrazione

Il processo di integrazione consiste nell'integrazione del reddito d'esercizio con quelle componenti economiche che, pur non essendo oggetto di rilevazione, incidono sulla capacità reddituale dell'azienda. Tale operazione permette di determinare un risultato economico completo.

La base di partenza è il reddito normale, determinato con il processo di normalizzazione precedentemente descritto. Il processo di integrazione si pone l'obiettivo di integrare tale risultato con quei valori che non sono stati oggetto di rilevazione e che, tuttavia, concorrono al conseguimento di una determinata capacità di reddito. Secondo Guatri e Bini (2007)¹, l'applicazione di tale procedura di integrazione permette l'evidenziazione del c.d. Risultato Economico Integrato (*REI*), espresso dalla seguente formula:

$$REI = E + \Delta BI + \Delta PL$$

Dove:

E = reddito normalizzato nel periodo;

¹ Guatri L. e Bini M. (2007), *La valutazione delle aziende*, Egea, Milano.

ΔBI = variazione del valore degli intangibili (che non compaiono nello stato patrimoniale) nel periodo;

ΔPL = variazione del valore delle plusvalenze e minusvalenze latenti (e, quindi, non rilevate contabilmente) sulle immobilizzazioni, crediti e debiti nel periodo.

Come anticipato, punto di partenza per la determinazione del *REI* è il risultato economico normale stimato al termine del processo di normalizzazione.

Il secondo addendo della formula del *REI* è dato dalla variazione del valore degli intangibili nel periodo. Si tratta, in altri termini, della variazione dello stock dei c.d. *intangibile* (nelle imprese industriali tipicamente legati al *marketing* o alla ricerca), la cui capacità di contribuire alla creazione di valore delle aziende è stata ampiamente riconosciuta sia sul piano accademico che professionale.

Da un punto di vista operativo, il valutatore deve preliminarmente assegnare un valore a tali *intangibile* ed iscriverli tra le attività dello stato patrimoniale e, successivamente, identificare l'impatto della loro variazione sul conto economico.

Tuttavia, il principale problema riguardante l'integrazione del risultato economico con tale variabile risulta essere proprio la misurazione degli *intangibile*, per la cui trattazione si rinvia il lettore al capitolo dedicato al metodo patrimoniale.

L'ultimo addendo della formula del *REI* è la variazione del valore delle plusvalenze e minusvalenze latenti.

Nella prassi tale variazione riguarda principalmente le immobilizzazioni, che nella maggior parte dei casi risultano iscritte in bilancio al loro costo storico. Si tratta, spesso, di investimenti che nel corso del tempo hanno acquisito un valore superiore rispetto a quello di prima iscrizione.

Tuttavia, tale maggior valore non trova rappresentazione in bilancio, se non al momento della cessione di tali beni, da cui il termine plusvalenze latenti. Ai fini della valutazione d'azienda, però, il valore di tali beni deve essere espresso a valori correnti e, conseguentemente, la plusvalenza che ne deriva deve essere esposta nel prospetto di conto economico. In aggiunta, le quote di ammortamento devono essere corrette, al fine di tenere conto del maggior valore dei beni.

Sul piano pratico, l'integrazione del risultato economico con le plusvalenze e minusvalenze latenti è un'operazione di non facile attuazione. Risulta, infatti, difficile riuscire a misurare attendibilmente il valore corrente da assegnare alle poste dello stato patrimoniale e, conseguentemente, il valore della plusvalenza o minusvalenza latente. Per un approfondimento sui metodi sviluppati dalla prassi per assegnare un valore corrente alle voci dello stato patrimoniale e determinare, in via derivata, il valore della plusvalenza o minusvalenza latente si rinvia nuovamente al capitolo dedicato al metodo patrimoniale.

In questa sede preme sottolineare che, indipendentemente dalle difficoltà connesse a tale processo di integrazione, il valutatore deve evitare che si verifichino fenomeni di duplicazione, che potrebbero sorgere nel caso in cui il valore di simili plu-

svalenze e minusvalenze latenti o degli *intangible* fosse considerato sia al numeratore che al denominatore delle formule del metodo reddituale. Se, per esempio, il valutatore assegna ad un'immobilizzazione un valore corrente superiore al suo costo storico, deve evitare che tale maggior valore sia incorporato sia nei flussi di risultato normali attesi sia nel tasso di attualizzazione. In altri termini, se tale maggior valore partecipa alla determinazione dei flussi di reddito, non se ne deve tener conto nella stima del tasso di attualizzazione. Se, diversamente, tale maggior valore non rientra nella stima dei risultati economici attesi, allora il tasso di attualizzazione deve incorporare simili potenzialità.

7.3.2 La stima dei flussi di reddito attesi

Punto di partenza è l'analisi dei redditi normalizzati. Tuttavia, per la determinazione dei futuri risultati economici l'esperto valutatore deve analizzare anche altri documenti, quali il *budget* annuale, il piano previsionale (triennale o quinquennale), ulteriore documentazione specifica relativa all'azienda, gli studi e le analisi di settore e di mercato, ecc. La possibilità di prevedere in modo attendibile i futuri flussi di reddito dipende, infatti, dalla quantità di informazioni messe a disposizione dell'esperto valutatore e dall'affidabilità di simili dati, i quali sono oggetto di opportune verifiche e rielaborazioni.

Per quel che riguarda le verifiche, il valutatore deve controllare la ragionevolezza e l'attendibilità delle ipotesi sottostanti il *budget* annuale ed il piano previsionale. In altri termini, è necessario verificare che i piani ed i risultati programmati siano effettivamente realizzabili, in relazione all'evoluzione dello scenario esterno e delle risorse e competenze a disposizione dell'azienda.

In aggiunta a tale fase di verifica, il valutatore può anche procedere ad una rielaborazione dei dati, dopo aver autonomamente esaminato l'incidenza delle variabili esterne ed interne sui flussi reddituali.

Per la determinazione dei flussi di reddito attesi, come abbiamo sopra accennato, sono stati elaborati quattro diversi approcci, a seconda delle ipotesi (*assumption*) di gestione futura formulate dal valutatore:

- approccio della proiezione dei risultati storici;
- approccio dei risultati programmati;
- approccio della crescita attesa;
- approccio delle opzioni innovative.

Nei primi due approcci, per la stima dei redditi attesi, si fa riferimento alla capacità di reddito già conseguita dall'azienda nel corso della gestione trascorsa o acquisibile con ragionevole probabilità sulla base di premesse economiche già in atto e ben individuate. Di conseguenza, punto di partenza per la determinazione dei risultati

economici futuri sono i redditi storici e la loro ragionata proiezione nell'immediato futuro.

Negli ultimi due approcci, invece, per la definizione dei redditi attesi si fa riferimento alle capacità di reddito future. Tali capacità non sono state ancora raggiunte, nonostante esse siano realizzabili; le premesse economiche su cui si fondano, infatti, non sono state ancora costruite, ma potranno essere sviluppate attraverso l'attuazione di nuove strategie, la realizzazione di operazioni straordinarie di acquisizione e fusione, la realizzazione di operazioni di ristrutturazione finanziaria, ecc. In tali approcci, quindi, i redditi storici vengono tralasciati. Pertanto, si dice che gli approcci della crescita attesa e delle opzioni innovative conducono alla definizione del c.d. capitale potenziale.

Il valutatore può liberamente decidere di adottare uno dei quattro approcci. Logicamente, nella maggior parte dei casi la scelta di un approccio piuttosto che di un altro dipende dalla disponibilità e dall'affidabilità della documentazione ricevuta.

Tuttavia, la stima di un valore potenziale del capitale, piuttosto che di un valore di capitale economico, risulta essere la scelta obbligata nel caso di determinazione del valore di acquisizione di un'azienda da parte del soggetto acquirente. Quest'ultimo, infatti, deve stimare i flussi derivanti dai possibili vantaggi conseguibili a seguito dell'operazione di acquisizione.

Analizziamo nel dettaglio i singoli approcci.

Approccio della proiezione dei risultati storici

Nell'approccio della proiezione dei risultati storici, i redditi attesi sono stimati partendo dai risultati raggiunti in passato.

L'approccio della proiezione dei risultati storici assume, infatti, che i risultati storicamente conseguiti siano una valida base per una proiezione futura legata alla dinamica ipotizzata di alcune leve-chiave, ossia parametri e variabili rilevanti. Esempi di parametri e variabili rilevanti sono la dinamica prevista dei prezzi di vendita, la produttività ed il costo del lavoro, l'andamento dei tassi di interesse e degli oneri finanziari, la politica degli investimenti, il lancio di nuovi prodotti, ecc.

Affinché tale approccio possa essere applicato, è necessario che si verifichino due condizioni. In primo luogo, il valutatore deve essere in grado di identificare chiaramente alcune leve-chiave, le cui variazioni influenzano i risultati attesi. Inoltre, deve esistere un meccanismo di calcolo tale da definire l'impatto delle leve-chiave sulla misura dei flussi di reddito attesi.

Punto di partenza per la determinazione dei risultati economici futuri sono, quindi, i redditi storici normalizzati. Sulla base dei risultati conseguiti in passato dall'azienda, il valutatore deve identificare le leve-chiave e l'effetto delle stesse sui flussi di reddito attesi. Successivamente, il valutatore deve ipotizzare diversi scenari e, per ognuno di essi, prevedere il comportamento delle variabili esplicative. Così operando, si giunge alla determinazione di risultati economici alternativi nei vari

scenari, sulla base dei quali il valutatore deve scegliere quello che ritiene più probabile si verificherà anno per anno.

La difficoltà connessa all'individuazione delle leve-chiave, unita alla circostanza che sono presi come riferimenti i valori storici, porta nella prassi all'adozione di un orizzonte temporale limitato (massimo 3-5 anni).

Inoltre, nella pratica operativa i futuri flussi di reddito sono spesso un *mix* di dati storici e di valori prospettici a breve termine, talvolta ponderati mediante l'assegnazione arbitraria, da parte del valutatore, di pesi.

Infine, l'approccio della proiezione dei risultati storici si caratterizza per l'assenza di determinazione di un valore terminale.

Approccio dei risultati programmati

L'approccio dei risultati programmati prende in considerazione, ai fini della determinazione dei redditi futuri, gli obiettivi economici individuati nel *budget* annuale e nei piani a medio-lungo termine (con un orizzonte temporale generalmente compreso tra 3 e 5 anni).

Tale approccio risulta essere uno dei metodi più utilizzati nella prassi, in quanto permette di stimare i flussi di reddito attesi sulla base di elementi futuri ma, al tempo stesso, documentati. Per tale motivo, l'approccio dei risultati programmati, come il precedente, permette la stima del valore di capitale economico.

Il *budget* annuale ed i piani previsionali, come anticipato, devono essere opportunamente verificati ed eventualmente rettificati dal valutatore, al fine di garantire la ragionevolezza e l'attendibilità delle ipotesi sottostanti. È norma deontologica, proprio per questo, che simili documenti non siano redatti direttamente dal valutatore, bensì dal *management* aziendale, e che il valutatore ne discuta il contenuto con gli autori o con chi li ha approvati.

Nella maggior parte dei casi, infine, l'esigenza di assicurare la ragionevolezza e l'attendibilità delle previsioni contenute nel *budget* annuale e soprattutto nei piani pluriennali, al fine di giungere alla stima di flussi di reddito attesi affidabili e dimostrabili, spinge il valutatore all'adozione di un orizzonte temporale di pochi anni.

Approccio della crescita attesa

Nell'approccio della crescita attesa, i futuri flussi di reddito vengono stimati considerando le capacità di sviluppo dell'azienda considerata *stand alone*, prescindendo, quindi, da nuove strategie, da possibili sinergie derivanti, ad esempio, da operazioni straordinarie di acquisizione e fusione, da ristrutturazioni finanziarie, ecc. Tale approccio non considera, per la determinazione dei risultati economici attesi, tutti quei progetti che sono modificativi o innovativi della condizione aziendale esistente. Di conseguenza, l'unico sviluppo possibile contemplato da tale approccio è la crescita dimensionale, ossia l'incremento del volume di attività e del reddito nel tempo, anche se non sempre una tale condizione comporta la creazione di nuovo

valore per l'azienda. La crescita dimensionale, infatti, si associa alla creazione di nuovo valore esclusivamente quando il tasso di profitto è positivo, ossia se $ROI > WACC$. In caso contrario, la crescita dimensionale comporta una distruzione di valore per l'azienda.

Considerata l'aleatorietà legata alle possibili conseguenze della crescita dimensionale e, quindi, l'incertezza dei futuri flussi di reddito stimati, tale approccio porta alla determinazione di un capitale potenziale, piuttosto che alla stima del valore di capitale economico.

Tanto premesso, vi sono due modalità per tener conto della «crescita» nel processo di valutazione di un'azienda.

Una prima soluzione, che rappresenta la via principale, consiste nell'operare sulla stima dei futuri flussi di reddito. Si tratta di desumere dai piani pluriennali le misure attribuibili ai risultati economici attesi anno per anno, con l'avvertenza che le misure di reddito stimate devono includere i costi necessari per la conservazione dei livelli di reddito già raggiunti. Da ciò consegue anche che i flussi di reddito attesi devono tener conto degli *intangibile* dell'azienda, evitando fenomeni di distruzione degli stessi.

Tale soluzione risulta di difficile applicazione in assenza di un'ideale base informativa. In simili circostanze, il valutatore può seguire una seconda soluzione, consistente nella modifica del tasso di attualizzazione. Di conseguenza, piuttosto che agire sui flussi di reddito attesi, il valutatore riduce il valore del tasso di attualizzazione del c.d. fattore di crescita g .

L'adozione di questa seconda alternativa comporta un'attenta definizione del fattore di crescita g . Secondo gli esperti, infatti, la scelta di operare sul tasso di attualizzazione, piuttosto che sui flussi di reddito attesi, è ragionevole soltanto se il fattore g è contenuto entro definiti limiti, quali il tasso di inflazione attesa o la crescita prevista del PIL.

Ad ogni modo, è necessario che il valutatore persegua esclusivamente una soluzione, pena la duplicazione della «crescita» nella stima dei flussi di reddito attesi e nella determinazione del tasso di attualizzazione.

Approccio delle opzioni innovative

L'approccio delle opzioni innovative, a differenza del precedente metodo, prende in considerazione tutti quei progetti che sono modificativi o innovativi della condizione aziendale esistente nella stima dei futuri flussi di reddito. Di conseguenza, il valore dell'azienda è legato in parte alla ricerca di soluzioni nuove, che si distacchino dal passato, al fine di migliorare i risultati economici.

Al momento della valutazione, tuttavia, i progetti innovativi devono comunque essere fattibili, ossia realizzabili con le risorse a disposizione dell'azienda.

Anche tale approccio, così come quello della crescita attesa, porta alla stima di un capitale potenziale.

I progetti innovativi di cui si discorre possono essere classificati nelle seguenti tre diverse tipologie:

- opzioni di miglioramento interno;
- opzioni di sviluppo esterno;
- opzioni di ristrutturazione finanziaria.

Tra le opzioni di miglioramento interno rientrano la ricerca di una maggiore efficienza, mediante un processo di ristrutturazione produttiva; le modifiche del *mix* di prodotti offerti al mercato, al fine di incrementare le vendite di quelli più redditizi; la revisione dei mercati di sbocco, così da abbandonare quelli considerati marginali; il rafforzamento dell'organizzazione distributiva.

Le opzioni di sviluppo esterno, invece, rivolgono la loro attenzione all'esterno dell'azienda. Esse possono riguardare operazioni di acquisizione e fusione, volte alla ricerca di nuove potenzialità e sinergie, oppure progetti di cessione di alcune attività, quali le partecipazioni o singoli beni, ad un prezzo superiore al valore per cui sono iscritte in contabilità. Come anticipato, tali progetti devono essere comunque realizzabili, il che significa che le operazioni di cui si discorre devono essere state già definite o in via di definizione.

Tra le opzioni di ristrutturazione finanziaria, infine, rientrano tutti quei progetti, fattibili e realizzabili, che favoriscono l'ottimizzazione della struttura finanziaria e dei rapporti finanziari.

7.4. IL METODO REDDITUALE SECONDO L'APPROCCIO ASSET SIDE

Le valutazioni reddituali sono prevalentemente condotte utilizzando un approccio *equity side*. Tuttavia, anche il metodo reddituale può essere utilizzato, con opportuni adattamenti, per valutazioni *asset side* (PIV III.1.31).

Queste ultime si caratterizzano per la necessità di neutralizzare la posizione finanziaria.

Secondo l'approccio *asset side*, infatti, il valore dell'azienda non è influenzato dalla posizione finanziaria. Oggetto di stima, pertanto, è il valore delle attività, dal quale devono essere detratti i debiti onerosi. Il valore dell'azienda è, quindi, dato dal valore attuale dei risultati economici al lordo degli oneri finanziari, c.d. *enterprise value*, a cui deve essere sottratto il valore attuale dei debiti onerosi.

L'approccio *equity side*, diversamente, considera la posizione finanziaria come una delle condizioni determinanti del valore dell'azienda, di cui si deve tener conto nella stima sia dei flussi di reddito normali attesi sia del tasso di attualizzazione.

L'adozione dell'approccio *asset side* nelle valutazioni reddituali comporta la modifica dei parametri delle formule precedentemente esposte, così come riportato nella Tavola 7.2

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

Tavola 7.2 - Le formule del metodo reddituale nelle valutazioni asset side

1. Formula con reddito medio atteso per un orizzonte temporale infinito

$$W' = \frac{\bar{r}'}{i} - D_a$$

2. Formula con reddito medio atteso per un orizzonte temporale definito di n anni

$$W' = \bar{r}' a_{n \overline{|\ }i} - D_a$$

3. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per n anni

$$W' = \sum_{j=1}^n \frac{r'_j}{(1+i)^j} - D_a$$

4. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per m anni e identificazione di un reddito medio atteso per l'orizzonte temporale successivo (da m+1 a n)

$$W' = \sum_{j=1}^m \frac{r'_j}{(1+i)^j} + \sum_{j=m+1}^n \frac{\bar{r}'}{(1+i)^j} - D_a$$

5. Formula con determinazione analitica dei redditi attesi per n anni e identificazione di un valore terminale all'n-esimo anno

$$W' = \sum_{j=1}^n \frac{r'_j}{(1+i)^j} + \frac{TV}{(1+i)^n} - D_a$$

6. Formula con scomposizione dei flussi di reddito attesi in tre periodi

$$W' = \sum_{j=1}^m \frac{r'_j}{(1+i)^j} + \sum_{j=m+1}^n \frac{\bar{r}'}{(1+i)^j} + \frac{TV}{(1+i)^n} - D_a$$

Legenda:

W' = Valore dell'azienda secondo l'approccio *asset side*

\bar{r}' = Reddito medio atteso al lordo degli oneri finanziari

r'_j = Reddito al lordo degli oneri finanziari dell'anno j-esimo

D_a = Valore attualizzato della posizione finanziaria

TV = *Terminal value*, ossia il valore terminale dell'azienda

i = Tasso di attualizzazione, che in questo caso corrisponde al WACC

n, m = numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi

$a_{\overline{|\ }i}$ = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita

Per quel che riguarda i risultati economici, nelle valutazioni *asset side* la configurazione dei flussi di reddito deve esprimere il risultato della gestione al lordo degli

oneri finanziari (“*debt-free earnings*”). Il valutatore può, quindi, usare l’*Earning Before Interests and Taxes* (EBIT), al netto delle imposte relative alla gestione caratteristica, o il *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT), a seconda del trattamento riservato alle componenti accessorie.

Anche il tasso di attualizzazione deve variare. Piuttosto che il *cost of equity* (K_e), utilizzato nelle valutazioni *equity side*, l’adozione dell’approccio *asset side* richiede l’uso del *Weighted Average Cost of Capital* (WACC).

Il valore *asset side* ottenuto attualizzando i futuri flussi di reddito al lordo degli oneri finanziari al WACC deve, poi, essere depurato della posizione finanziaria netta. In tutte le formule del metodo finanziario, infatti, è stata aggiunta un’ulteriore componente (D_a), che rappresenta il valore attualizzato della posizione finanziaria che deve essere portato a riduzione dell’*enterprise value*.

Ulteriori considerazioni riguardano, infine, il *terminal value*, per la cui determinazione si fa tipicamente ricorso al NOPAT come flusso di reddito.

7.5. IL METODO MISTO PATRIMONIALE-REDDITUALE: IL MODELLO DELLA STIMA AUTONOMA DEL GOODWILL

Il metodo misto patrimoniale-reddituale, per molti anni, è stato considerato il modello di determinazione del valore più diffuso nella prassi professionale dell’Europa continentale in quanto, pur conservandone i pregi, compensa i difetti delle due impostazioni che ne sono alla base.

Nella stima del valore dell’azienda, infatti, l’approccio in questione considera sia gli *asset* tangibili ed intangibili, trascurati dal metodo reddituale, sia la futura capacità di generare reddito, non considerata dal modello patrimoniale.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale viene principalmente adottato nelle seguenti applicazioni:

- come mezzo di verifica delle stime effettuate col metodo patrimoniale;
- come metodo di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali;
- come metodo di valutazione delle aziende in perdita;
- come metodo di valutazione del *badwill*.

La prima applicazione del metodo misto viene tipicamente attuata in sede di valutazione di aziende o rami di aziende apportati in una società.

In simili circostanze, il valutatore procede ad una verifica reddituale delle stime puramente patrimoniali, mediante la determinazione di un reddito medio normale atteso. Tale dato viene, successivamente, confrontato con il capitale netto rettificato, al fine di calcolare il tasso prospettico di rendimento (R/K), che deve risultare allineato al costo del capitale proprio (K_e).

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

Nel caso in cui il tasso prospettico di rendimento non sia in linea con il costo del capitale proprio, il valutatore rileverà la presenza di un *goodwill* ($R/K > K_c$) o di un *badwill* ($R/K < K_c$), il cui ammontare dovrà essere opportunamente stimato mediante l'applicazione della formula del metodo misto.

Nella seconda applicazione, il metodo misto è utilizzato come modello di rivalutazione controllata dei beni ammortizzabili di aziende industriali.

Il procedimento prevede l'iniziale calcolo del costo di sostituzione o di riproduzione del cespite al netto del deterioramento e dell'obsolescenza. Successivamente, il valutatore deve verificare se l'azienda sarà in grado, con le proprie capacità di reddito future, di far fronte ai maggiori ammortamenti derivanti dalla rivalutazione del cespite e di consentire un'adeguata remunerazione del capitale investito.

Se le due condizioni si verificano, il valutatore procederà all'intera rivalutazione del cespite. Se, invece, le due condizioni non si verificano, il valutatore dovrà procedere ad una rivalutazione solo parziale o nulla del cespite.

Per le ultime due modalità di applicazione del metodo misto, ossia la valutazione delle aziende in perdita e la stima del *badwill*, si rinvia al capitolo sul metodo patrimoniale.

La versione del metodo misto più rigorosa e diffusa nella pratica è quella della stima autonoma del *goodwill*, che può essere applicata mediante tre diverse formule: a) attualizzazione limitata del reddito differenziale medio, b) attualizzazione dei redditi differenziali analitici per n anni, c) capitalizzazione illimitata del reddito differenziale medio. La più nota, che sarà oggetto di approfondimento nel seguito, è la formula con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio (o sovrareddito medio).

Secondo tale formula, il valore dell'azienda è espresso come segue:

$$W = K + a_{n-\overline{r}}(R - i''K)$$

Dove:

W = valore dell'azienda;

K = capitale netto rettificato;

R = reddito medio normale atteso;

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale;

i'' = costo del capitale (K_c);

n = numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi;

$a_{n-\overline{r}}$ = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita.

Il dato di partenza per la determinazione del valore dell'azienda è costituito, quindi, dal capitale netto rettificato, a cui deve essere aggiunto il valore del *goodwill*, inteso come reddito differenziale medio atteso per n anni attualizzato.

Quest'ultima grandezza, che rappresenta la capacità di creare valore dell'azienda, è data dalla differenza tra il reddito medio normale atteso ed il costo del capitale proprio (K_c) sul capitale investito.

Per la determinazione del capitale netto rettificato (K), ossia espresso a valori correnti, si rinvia il lettore al capitolo sul metodo patrimoniale.

Le operazioni di normalizzazione ed integrazione del reddito, necessarie per la stima di un risultato medio normale atteso (R), sono state approfondite nelle pagine precedenti.

In questa sede occorre, tuttavia, sottolineare la necessità di garantire la coerenza tra i valori di K e R assunti nei calcoli. Se, infatti, nella determinazione del capitale netto rettificato si è proceduto alla rivalutazione delle immobilizzazioni, è necessario che il valutatore riveda anche le quote di ammortamento sulla base dei nuovi valori assegnato ai cespiti patrimoniali. Se, ancora, nel capitale netto rettificato è stato incluso anche il valore degli *intangibles*, è necessario che il valutatore integri i flussi di reddito con i costi relativi al loro deprezzamento.

Per la stima del costo del capitale proprio si rinvia il lettore al capitolo ad esso dedicato.

Gli ultimi parametri della formula sono la durata e il tasso di attualizzazione del reddito differenziale.

Per quel che riguarda la durata, la prassi solitamente adotta un orizzonte temporale compreso tra i 3 ed i 5 anni. Tuttavia, nel caso di aziende dotate di un'elevata e stabile redditività, è possibile estendere il periodo di analisi fino a 10 anni.

Per la stima del tasso di attualizzazione del reddito differenziale, invece, solitamente si fa riferimento al tasso di rendimento di un investimento privo di rischio o alla somma del tasso senza rischio e del premio per il rischio azionario, quest'ultimo moltiplicato per il coefficiente beta.

La scelta tra le due alternative dipende dal segno del reddito differenziale. Nel caso di redditi differenziali negativi, si è soliti adottare la prima alternativa; nel caso di redditi differenziali positivi, invece, si tende a preferire la seconda scelta.

Una versione alternativa a quella precedentemente esposta prevede la separata indicazione degli *intangible*. In formula:

$$W = K + BI + a_{n-r}(\bar{R} - i''K)$$

Dove:

BI = valore degli *intangible*;

\bar{R} = reddito medio normale atteso - costo di privazione dell'intangibile.

Tale versione può essere applicata quando, in caso di ingenti valori degli *intangible*, sia difficile stimare il reddito medio normale atteso comprensivo di simile componente di intangibile.

Tuttavia, il problema di tale formula consiste nella determinazione del valore del costo di privazione dell'intangibile, che deve essere sottratto al reddito medio

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

normale atteso. A tal riguardo, in dottrina si suggerisce di far ricorso a parametri di mercato.

Infine, il metodo misto patrimoniale-reddituale può essere utilizzato anche nelle valutazioni *asset side*. In questo caso, i parametri della formula cambiano nel seguente modo:

$$W' = C_o + a_n \cdot \frac{1}{i'} [R_o(1-t) - i'' C_o] - D$$

Dove:

W' = valore dell'azienda secondo l'approccio *asset side*;

C_o = capitale operativo (capitale fisso + capitale circolante netto commerciale), espresso a valori correnti;

$R_o(1-t)$ = reddito operativo medio normale atteso, al netto delle imposte (t = tasso di imposizione);

D = indebitamento finanziario netto, stimato sulla base dei valori di mercato dei debiti;

i' = tasso di attualizzazione del reddito differenziale;

i'' = WACC;

n = numero di anni dell'orizzonte temporale oggetto di analisi;

a_n = simbolo matematico finanziario che indica il valore attuale di una rendita con durata definita.

7.6. ESEMPLIFICAZIONE

L'esperto, dopo aver ricevuto l'incarico di valutare una piccola azienda industriale, riceve i seguenti documenti:

- bilanci di esercizio relativi agli ultimi 3 anni (2013, 2014 e 2015);
- *business plan* riferito al successivo triennio (2016, 2017 e 2018).

Nelle Tavole 7.3 e 7.4 si riportano i conti economici consuntivi e quelli previsionali a valore aggiunto.

Tavola 7.3 - Conti economici degli esercizi 2013-2015

Bilancio di esercizio	2013	2014	2015
A) Valore della produzione			
1) ricavi delle vendite e delle prestazioni	1.200.000	1.350.000	1.400.000
2) variazione delle rimanenze di pcl, semilav. e pf	80.000	41.000	40.100
3) variazione dei lavori in corso su ordinazione			
4) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni			
5) altri ricavi e proventi	2.000	2.000	10.000
<i>Totale</i>	<i>1.282.000</i>	<i>1.393.000</i>	<i>1.450.100</i>
B) Costi della produzione			
6) per materie prime, sussidiarie, di consumo e merci	550.000	560.000	500.000
7) per servizi	28.500	7.000	7.500
8) per godimento dei beni di terzi	40.000	40.000	40.000
9) per il personale	300.500	331.000	331.700
10) ammortamenti e svalutazioni	60.000	60.000	64.000
11) variazione delle rimanenze di mp, sussid, cons. e merci	29.500	28.000	30.000
12) accantonamenti per rischi	10.700	12.000	14.500
13) altri accantonamenti	4.000	3.700	3.000
14) oneri diversi di gestione	2.000	2.300	3.000
<i>Totale</i>	<i>1.025.200</i>	<i>1.044.000</i>	<i>993.700</i>
Differenza tra valori e costi della produzione (A-B)	256.800	349.000	456.400
C) Proventi e oneri finanziari			
15) proventi da partecipazioni			
16) altri proventi finanziari	500	500	500
17) interessi e altri oneri finanziari	25.000	30.000	33.000
17-bis) utili e perdite su cambi			
<i>Totale (15+16-17+/-17 bis)</i>	<i>- 24.500</i>	<i>- 29.500</i>	<i>- 32.500</i>
D) Rettifiche di valore di attività finanziarie			
18) rivalutazioni			
19) svalutazioni			
<i>Totale delle rettifiche (18-19)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
E) Proventi ed oneri straordinari			
20) proventi	900	4.500	4.000
21) oneri	2.000	3.500	3.000
<i>Totale delle partite straordinarie (20-21)</i>	<i>- 1.100</i>	<i>1.000</i>	<i>1.000</i>
Risultato prima delle imposte (A-B+/-C+/-D+/-E)	231.200	320.500	424.900
22) imposte sul reddito dell'esercizio	65.000	90.000	120.000
23) utile (perdite) dell'esercizio	166.200	230.500	304.900

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

Tavola 7.4 - Conti economici previsionali degli esercizi 2016-2018

Conti Economici previsionali	2016	2017	2018
Ricavi	1.200.000	1.350.000	1.450.000
Variazione rimanenze di pcl, semilav. e pf	25.500	25.500	25.500
Valore della produzione	1.225.500	1.375.500	1.475.500
Acquisti materie prime e di consumo	550.000	600.000	650.000
Spese per servizi e altri oneri	8.000	9.000	11.000
Variazione rimanenze di materie prime e di consumo	6.500	8.500	7.000
Consumi fattori produttivi esterni	564.500	617.500	668.000
Valore Aggiunto	661.000	758.000	807.500
Costi del personale	300.500	300.500	300.500
Margine Operativo Lordo	360.500	457.500	507.000
Ammortamenti e accantonamenti ²	133.500	126.000	121.000
Margine Operativo Netto	227.000	331.500	386.000
Proventi accessori	2.000	2.000	2.000
Oneri accessori			
Reddito Operativo Globale	229.000	333.500	388.000
Proventi finanziari			
Oneri finanziari	50.000	45.000	41.500
Reddito Ordinario	179.000	288.500	346.500
Proventi straordinari			
Oneri straordinari			
Reddito ante imposte	179.000	288.500	346.500
Imposte sul reddito	52.000	85.000	100.000
Reddito Netto	127.000	203.500	246.500

Metodo reddituale

Il perito procede alla normalizzazione dei flussi di reddito precedentemente esposti, al fine di giungere a risultati economici significativi e stabili. Le rettifiche riguardano esclusivamente i dati storici, esposti nei bilanci di esercizio 2013-2015 e, solo per gli oneri ed i proventi accessori, interessano anche i valori del *business plan*, riportati nei conti economici prospettici 2016-2018.

² Gli accantonamenti per rischi stimati comprendono perdite presunte su crediti per 6.000 euro nel 2016, 6.500 euro nel 2017 e 6.200 euro nel 2018.

Operazioni di normalizzazione

Variazione delle rimanenze di prodotti finiti, prodotti in corso di lavorazione e semilavorati

Il riadeguamento del valore del magazzino prodotti finiti comporta un incremento delle variazioni delle rimanenze di 15.000 euro per il 2013, di 9.000 euro per il 2014 e di 8.000 euro per il 2015.

Altri ricavi e proventi

Gli altri ricavi e proventi sono costituiti da componenti reddituali riguardanti la gestione accessoria relativi a ricavi annuali da locazione di un box auto per 2.000 euro. Tali componenti positive devono essere stornate.

In aggiunta, nel 2015 l'azienda ha realizzato una plusvalenza di 8.000 euro, a seguito della cessione di un macchinario acquistato nel 2011 al costo storico di 50.000 euro, vita utile di 5 anni, quota di ammortamento annuale costante di 10.000 euro. Essendo considerato il ricambio del macchinario un'operazione ripetuta ciclicamente, la relativa plusvalenza viene redistribuita sugli anni di vita utile.

Costi per godimento beni di terzi

I costi in discorso si riferiscono ad un impianto preso in *leasing* finanziario. A tal proposito, il perito procede all'eliminazione dei canoni periodici di 40.000 euro ed all'imputazione a conto economico delle quote di ammortamento dell'impianto di 20.000 euro.

Ammortamenti e svalutazioni

Le quote di ammortamento si riferiscono a:

- immobilizzazioni immateriali, costituite da spese di R&S per 10.000 euro, sostenute nel 2013, le quali sono sottoposte ad ammortamento a quote costanti in 5 anni. Con riferimento a tali quote di ammortamento, il perito ritiene che la rilevazione effettuata in bilancio rifletta correttamente il valore e la distribuzione temporale dei benefici derivanti da tale investimento;
- immobilizzazioni materiali della gestione caratteristica. Per tali immobilizzazioni, il perito procede a rideterminare le quote di ammortamento sulla base dei valori correnti assegnati ai beni e della loro presunta vita utile. Al riguardo, il perito ritiene di dover incrementare il valore delle quote di ammortamento di 30.000 euro in tutti i bilanci consuntivi;
- immobilizzazioni materiali della gestione extra-caratteristica, rappresentate dal box auto affittato a terzi, in relazione al quale il perito stima un valore corrente di 50.000 euro. Per tale investimento, il perito storna la quota d'ammortamento di 5.000 euro l'anno e somma il valore corrente del box all'*equity value* dell'azienda.

In aggiunta alle precedenti modifiche, il perito stima le perdite presunte su crediti di competenza degli esercizi 2013, 2014 e 2015 rispettivamente a 7.000 euro (ri-

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

spetto a 5.000 euro accantonati nel bilancio 2013), 4.000 euro (rispetto a 5.000 euro nel conto economico 2014) e 4.500 euro (rispetto a 5.500 del 2015).

Variazione delle rimanenze di materie prime, sussidiarie e di consumo

Il riadeguamento del valore del magazzino materie prime comporta un incremento delle variazioni delle rimanenze di 2.000 euro per il 2013, di 2.500 euro per il 2014 e di 2.400 euro per il 2015.

Proventi finanziari

I proventi finanziari iscritti in bilancio si riferiscono ad interessi attivi maturati su titoli (valore nominale 10.000 euro), ossia ad investimenti della gestione accessorio-patrimoniale. Il perito, quindi, procede allo storno di tali componenti positivi di reddito. Il valore del titolo viene considerato a parte nella valutazione dell'azienda, sommandolo all'*equity value*.

Oneri e proventi straordinari

Gli oneri e i proventi straordinari si eliminano integralmente, essendo tutti relativi a eventi giudicati non ripetibili.

Una volta operate le suddette rettifiche e riclassificati i conti economici consuntivi secondo la configurazione a valore aggiunto si ottiene il prospetto riportato in Tavola 7.5.

Tavola 7.5 - I conti economici normalizzati degli esercizi 2013-2018

Conti Economici normalizzati	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ricavi	1.201.600	1.351.600	1.401.600	1.200.000	1.350.000	1.450.000
Variaz. rimanenze pcl, semil. e pf	95.000	50.000	48.100	25.500	25.500	25.500
Valore della produzione	1.296.600	1.401.600	1.449.700	1.225.500	1.375.500	1.475.500
Acquisti materie prime	550.000	560.000	500.000	550.000	600.000	650.000
Spese per servizi e altri oneri	30.500	9.300	10.500	8.000	9.000	11.000
Variaz. rimanenze di mp	31.500	30.500	32.400	6.500	8.500	7.000
Consumi Fatt. Prod. esterni	612.000	599.800	542.900	564.500	617.500	668.000
Valore Aggiunto	684.600	801.800	906.800	661.000	758.000	807.500
Costi del personale	300.500	331.000	331.700	300.500	300.500	300.500
Margine Operativo Lordo	384.100	470.800	575.100	360.500	457.500	507.000
Ammortamenti e accantonamenti	121.700	119.700	125.500	133.500	126.000	121.000

Conti Economici normalizzati	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Margine Operativo Netto	262.400	351.100	449.600	227.000	331.500	386.000
Proventi accessori				-	-	-
Oneri accessori						
Reddito Operativo Globale	262.400	351.100	449.600	227.000	331.500	386.000
Proventi finanziari						
Oneri finanziari	25.000	30.000	33.000	50.000	45.000	41.500
Reddito Ordinario	237.400	321.100	416.600	177.000	286.500	344.500
Proventi straordinari						
Oneri straordinari						
Reddito ante imposte	237.400	321.100	416.600	177.000	286.500	344.500

Determinazione imposte dirette (IRAP e IRES) di competenza

Il perito procede, quindi, al calcolo, a partire dai risultati normalizzati, delle imposte dirette (IRES e IRAP) di competenza economica.

Per quanto riguarda l'IRES, il perito corregge il reddito *ante* imposte delle variazioni in aumento e in diminuzione ed applica l'aliquota del 33%, come riportato in Tavola 7.6.

Tavola 7.6 - Calcolo IRES

Determinazione IRES	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Risultato Economico <i>ante</i> imposte	237.400	321.100	416.600	177.000	286.500	344.500
+Variazioni in aumento	1.000	980	1.500	370	380	400
-Variazioni in diminuzione						
Base imponibile IRES	236.400	320.120	415.100	176.630	286.120	344.100
Aliquota IRES	33%	33%	33%	33%	33%	33%
IRES	78.012	105.640	136.983	58.288	94.420	113.553

In merito all'IRAP, il perito ricostruisce la base imponibile, a cui applica l'aliquota del 4,25% (Tavola 7.7).

Tavola 7.7 - Calcolo IRAP

Determinazione IRAP	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Valore - Costi della Produzione	262.400	351.100	449.600	227.000	331.500	386.000
+Costi del personale	300.500	331.000	331.700	300.500	300.500	300.500
+Perdite presunte su crediti	7.000	4.000	4.500	6.000	6.500	6.200
Base imponibile IRAP	569.900	686.100	785.800	533.500	638.500	692.700

7. Il metodo reddituale ed il metodo misto

Determinazione IRAP	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Aliquota IRAP	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%	4,25%
IRAP	24.221	29.159	33.396	22.674	27.136	29.440

A questo punto, il perito calcola i flussi di reddito netti normalizzati, che costituiscono il dato di riferimento per il calcolo del valore dell'azienda (Tavola 7.8).

Tavola 7.8 - Flussi di reddito netti normalizzati

Anni	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Reddito <i>ante</i> imposte	237.400	321.100	416.600	177.000	286.500	344.500
Imposte sul reddito	102.233	134.799	170.379	80.962	121.556	142.993
Reddito Netto	135.167	186.301	246.221	96.038	164.944	201.507

Il perito decide di determinare il valore dell'azienda in via "sintetica", attualizzando (sulla base di un tasso espressivo del *cost of equity* - k_e) il reddito medio dell'orizzonte temporale analizzato e aggiungendo il valore corrente dei beni della gestione accessorio-patrimoniale (la cui incidenza peraltro è generalmente trascurabile) (Tavola 7.9).

Tavola 7.9 - Determinazione del valore dell'azienda in via "sintetica"

Reddito Netto Medio Normalizzato = 171.696 €

Tasso di rendimento puro	+	Premio per il rischio	=	Tasso di attualizzazione
K_f		$\beta \times MRP$		k_e
3,0 %	+	3,5 %	=	6,5 %

$W = \frac{\bar{r}}{i}$	+	Valore corrente Beni accessori	=	Valore dell'azienda
-------------------------	---	--------------------------------	---	---------------------

$W = \frac{171.696}{6,5\%}$	+	60.000	=	2.701.477
-----------------------------	---	--------	---	-----------

Metodo misto

Sulla base del reddito medio atteso normalizzato e del K_e determinati precedentemente, il perito procede alla valutazione dell'azienda utilizzando la formula con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio del metodo della stima autonoma del *goodwill*.

$$W = K + a_n \cdot \frac{1}{i} (R - i \cdot K)$$

Il perito stima che il valore del capitale netto rettificato è 500.000 euro ed il tasso di attualizzazione del reddito differenziale è pari a 2,50%. Il numero di anni di durata dell'avviamento è pari a 10.

Il valore dell'avviamento è:

$$A = (R - i''K) * a_{n-i} = [171.696 - (500.000 * 0,065)] * a_{10-0,025} =$$
$$= (171.696 - 32.500) * a_{10-0,025} = 139.196 * a_{10-0,025} = 1.218.252,29$$

Il perito calcola il valore dell'azienda, che risulta pari a: $W = K + A = 500.000 + 1.218.252,29 = 1.718.252,29$.



LA LIBRERIA ON LINE DEL PROFESSIONISTA

L'estratto che stai visualizzando
è tratto da un volume pubblicato su
ShopWki - La libreria del professionista

[VAI ALLA SCHEDA PRODOTTO](#)