

## Cantino V. “Valore d’impresa e merito creditizio. Il rating”, 2002

Umberto Bocchino\*

Sommario: 1. Attualità e novità del lavoro – 2. Lo stile espositivo – 3. Il contributo scientifico e gli aspetti innovativi.

### Abstract

Umberto Bocchino presenta il libro di Valter Cantino “Valore d’impresa e merito creditizio. Il rating”, pubblicato nel 2002 dall’Editore Giuffrè, richiamandone spunti utili ad illustrare l’apertura mentale e la visione scientifica dell’Autore insieme ad aspetti, valutazioni e chiavi di lettura tuttora di grande attualità. Alla presentazione fa seguito la riproduzione dei primi paragrafi del capitolo del libro dedicato a “I giudizi di valore sull’impresa”.

### 1. Attualità e novità del lavoro

Il progetto di ricordare l’Amico e Collega Valter Cantino attraverso la lettura e riflessione di un suo lavoro mi ha attratto particolarmente, soprattutto per la modalità di vedersi assegnata una sua opera e non, invece, di fare una propria scelta: percorso, per le mie precedenti esperienze in memoria, o in onore, di autorevoli Colleghi, decisamente diverso e più finalizzato a ricercare le novità propositive di Valter, senza retropensieri legati alla conoscenza della persona oppure di individuare uno scritto già noto o in linea con il mio percorso di ricerca e studio.

Mi è così stato assegnato il suo volume “*Valore d’Impresa e Merito Creditizio, Il Rating*” edito da Giuffrè Editore nel 2002, ed inserito nella sezione Manuali della Collana “*Pubblicazioni dell’(allora)Istituto di Ragioneria ed Economia Aziendale Giovanni Ferrero*”, ora “*Sezione di Ragioneria ed Economia Aziendale Giovanni Ferrero*”, che ricorda il compianto Maestro di tutti gli aziendalisti torinesi, ed ora appartenente al “*Dipartimento di Economia e Management Valter Cantino*”.

Ho trovato però limitativo, per elaborare considerazioni degne di Valter, delimitare la mia lettura per la ricerca del suo contributo scientifico ad una ventina

---

\***Umberto Bocchino**, è Professore Ordinario di Economia Aziendale, Dipartimento di Management “Valter Cantino” dell’Università di Torino.; e-mail: [umberto.bocchino@unito.it](mailto:umberto.bocchino@unito.it)

di pagine, come scelta standard di base che è valsa per tutti coloro che hanno aderito al Suo ricordo.

Ho così preferito procedere alla lettura del libro intero, convinto che avrei individuato più spunti utili a delineare l'apertura mentale e la visione scientifica nella ricerca dello Studioso che si vuole ricordare; tutto ciò per me è stato di notevole coinvolgimento e di curiosità, anche perché devo ammettere che questa è stata un'opera che non avevo avuto occasione di leggere in precedenza. Per me Valter era principalmente collocato nell'ambito della Ragioneria, quindi ho avuto modo di scoprire altri suoi perimetri di ricerca.

Sono stato quindi premiato perché, per il macro-tema trattato, ho riscontrato nelle pagine del libro, numerose assonanze a quello che è anche il mio pensiero in argomento.

Non solo! Un volume del 2002 oggi sarebbe di estrema attualità per alcuni aspetti che pertengono il tema attuale della Crisi d'Impresa, come si vedrà più avanti in questa disamina.

Ho comunque, per assonanza con gli altri Colleghi coinvolti, scelto le prime 25 pagine del volume in oggetto, quindi fino al paragrafo 1.4 escluso, che vengono qui allegare ed esposte, grazie alla autorizzazione dell'Editore.

Dopo la lettura completa, prima delle riflessioni che mi hanno consentito di mettere insieme questi pensieri, ha prevalso ovviamente l'emozione, perché avrei voluto dire a Valter delle cose e confrontarci con le nostre opinioni, peraltro molto assonanti; le ho comunque pensate, come dialogando con Lui, con l'auspicio che – dove tutti andiamo – possa averle percepite, perché dette da un amico-collega sincero.

Trascorso questo momento è seguito il momento della decantazione e della riflessione sul come procedere operativamente, nel tentativo anche di formulare pensieri non banali e scontati, che non possano essere intesi come una pedissequa azione di mero ricordo ed onore, senza dubbio rivolta appunto ad onorarlo e a mettere in luce passivamente le sue doti di studioso, di ricercatore e di professore universitario; scegliendo pertanto un approccio di osservazione critica non passiva, ma al contempo positiva.

*Così, in particolare, ho ritenuto giusto* - proprio per le caratteristiche di Valter, anche come Persona - *articolare questo ricordo in due momenti:*

- l'uno dedicato allo stile espositivo;
- l'altro rivolto a far emergere il contributo scientifico e gli aspetti innovativi proposti da Valter in questo Suo lavoro.

## **2. Lo stile espositivo**

Dalla lettura integrale del volume è emerso il tratto particolare espositivo di Valter, che di fatto ha contraddistinto anche il suo modo di tenere lezioni, convegni e seminari: questi ultimi momenti che ho avuto modo di condividere in alcune occasioni.

Uno stile che si presenta lucido, chiaro, scorrevole e sempre esito del volere coniugare la dottrina con la propria esperienza professionale, ma soprattutto dispensando riferimenti pratici; questo approccio espositivo è una delle principali peculiarità di tutti i lavori di Valter, in quanto rinvenibile praticamente in tutti i Suoi libri, ma anche nei Suoi numerosi articoli.

Peraltro, questa modalità di scrittura - che coniuga al contempo riferimenti dottrinali a casi pratici - è il risultato anche dello stile didattico che Lui ha sempre adottato anche in aula, dove non ha mai risparmiato i riferimenti dottrinali rispetto ai casi pratici, e quindi la realtà delle aziende, nella ricerca di un equilibrio che potesse dare agli Studenti ed ai Lettori il migliore risultato di apprendimento, così da massimizzare le potenzialità e l'efficacia nelle successive applicazioni nel lavoro di questi due tipi di destinatari.

Una contingenza che ha condizionato in positivo, quindi, anche lo stile espositivo dei Suoi scritti, quale diretta conseguenza.

Valter ha infatti incarnato molto bene il motto del nostro comune Maestro, Prof. Giovanni Ferrero, relativo al fatto che un buon docente universitario deve destinare del suo tempo, un terzo alla ricerca, un terzo alla didattica, ed un terzo alla professione. E Valter non era solo un Professore Ordinario, ma anche un Dottore Commercialista ed un Consulente di primissimo piano.

Ecco, nel lavoro di Valter, questa filosofia comportamentale del docente emerge in tutta la sua portata.

Nel volume non sono, infatti, risparmiati rimandi dottrinali ai più importanti ed autorevoli Maestri della Dottrina Economico-Aziendale, uno su tutti ovviamente il Prof. Giovanni Ferrero, così come i riferimenti ai casi pratici, alcuni dei quali è ragionevole credere siano stati da Lui direttamente vissuti.

Nella lettura scorre bene il principio che le esperienze professionali di Valter siano utili a far comprendere la portata applicativa delle argomentazioni scientifiche che indirizza ai lettori, in quanto utili riferimenti a confermare la dottrina Economico-Aziendale che, a sua volta, è però alla base della modalità di osservazione dei fenomeni aziendali - quindi della osservazione delle aziende nel loro reale funzionamento - e ne costituisce il fondamento scientifico ai fini, appunto, della ricerca; ricerca che solo in questo modo diviene indispensabile strumento - come conseguenza - per indirizzare, plasmare ed arricchire al contempo la didattica d'aula, e che congiuntamente alla esperienza professionale, diventa materia per arricchire ulteriormente l'esposizione didattica in aula, dove gli studenti potranno apprendere nozioni, metodi e applicazioni pratiche, nel virtuoso ed interdipendente ciclo che fa sì che la ricerca alimenta e sostiene lo studio della Dottrina, la professione ne costringe l'applicazione ed entrambe queste divengono gli elementi fondanti di una didattica di qualità, la quale, Lei stessa a sua volta, è un alimentatore della ricerca e della professione grazie alla dialettica che intercorre con gli studenti.

La ricerca, dunque, al servizio della professione e della didattica, consolidando le basi della prima e arricchendo la seconda fornendone il fondamento di fatto scientifico; e viceversa la didattica al servizio della ricerca, quale stimolo diretto a quest'ultima grazie ai discenti, ma anche utile alla professione perché quanto studiato viene trasfuso nella pratica del lavoro; da ultimo la professione a supporto

della didattica in quanto visualizza la concreta applicazione dei principi dottrinali e di ricerca, ed al contempo spinta a ricercare ciò che è utile anche ai contesti applicativi.

Tutte queste caratteristiche emergono con evidenza dalle righe e dalla sintassi presente appunto nel volume "Valore d'Impresa e Merito Creditizio, Il Rating".

Non solo...; la scorrevolezza espositiva, i giusti inserimenti dei casi pratici, così come la scelta oculata degli stessi, sono un ulteriore valore per il lettore attento, che non potrà che intraprendere un armonico percorso di apprendimento, soprattutto se digiuno dei temi in oggetto.

Nelle 243 pagine è continuo l'intercalare di queste combinazioni, tutte finalizzate, appunto, ad accresce il tentativo, anzi l'obiettivo, di Valter di sospingere il suo pensiero in argomento in una modalità che consenta al lettore di individuare conferme continue al pensiero centrale, ma anche il riscontro della comunanza con gli elevati pensieri dei Maestri dell'Economia Aziendale presi a riferimento e che costituiscono la copiosa bibliografia.

Tratti espositivi di Valter che fanno sembrare recenti e contestualizzate le opinioni degli illustri Studiosi evocati e citati, come se fossero le medesime presenti nel pensiero dell'autore.

Chi legge, dunque, ha la conferma che tutto quanto è la composizione del pensiero dell'Autore trova riscontro nella ricerca, quindi nella Dottrina Aziendalistica Italiana, ma anche una concreta e dimostrabile applicazione nella pratica fattuale.

### **3. Il contributo scientifico e gli aspetti innovativi**

Valter esamina il ruolo che il valore d'impresa ha nel generare il merito creditizio, e quindi il rating assegnato alle imprese che ne consegue, ma anche viceversa quanto il rating condizioni il valore d'impresa e quindi il merito creditizio, qualora non ne sia una conseguenza ma sia, invece, assegnato.

Il suo pensiero parte però da una riflessione che, oggi, risulta decisamente attuale, nonostante il suo lavoro sia del 2002, contesto storico in cui determinati temi non erano ancora così sentiti come attualmente.

Infatti, il concetto di valore d'impresa va ben oltre i numerosi metodi proposti per stimare la dimensione quantitativa del valore in sé, spostando l'attenzione sull'atteggiamento che l'impresa dovrebbe assumere nei suoi mercati di approvvigionamento e di sbocco, quindi su ciò che dovrebbe essere il reale fondamento dello sviluppo dei rapporti economici, ossia la "*correttezza relazionale*", non teorica, ma concretamente basata sulla "*credibilità dell'impresa*" che proviene soprattutto sulla "*trasparenza finanziaria*" che deve riflettere, con semplicità, il reale stato di salute dell'impresa in funzionamento.

In tale indirizzo di pensiero si scorge anche un ulteriore importante passo, in termini di spinta alla innovazione, ovvero quello di perorare una maggiore attenzione alla trasparenza finanziaria, quale leva fondamentale per esprimere - a seguire - rating espressivi della realtà effettuale d'impresa, delle sue capacità di

performare, assegnando però questo compito un po' impositivo al Legislatore, il quale dovrebbe agire principalmente sulle condizioni di "corporate governance", del suo funzionamento anche con riferimento all'esigenza di fornire informazioni trasparenti ed aderenti alla realtà, senza interferenze delle cosiddette "politiche di bilancio", oltre che sulle regole che disciplinano il comportamento dell'impresa nel senso più ampio possibile, e con una modalità che questo traguardo non sia solo mera teoria di comportamento, ma che attraverso una sorta di costrizione normativa, crei quelle condizioni affinché ciò che si dichiara sia poi concretamente applicato e vi sia quindi un evidente distinguo tra chi applica realmente una trasparenza utile alla attribuzione dei rating, e chi invece non lo fa, al punto che – questa è la severità di Valter – chi è in tale condizione sia emarginato dal sistema economico sociale non solo del nostro Paese.

Questo è, per certi versi, un pensiero forte che mi vede assolutamente allineato, condividendo appieno le Sue riflessioni in argomento.

Non solo questo pensiero è ben delimitato, ma viene reso riferibile a qualsivoglia tipologia di impresa, sia essa padronale, consociativa, o public company, così fornendo una chiave di lettura al contempo perfettamente allineata con la Dottrina Economico Aziendale alla base dei nostri studi.

Infatti, in tal senso propone che non siano immaginabili esclusioni, e la motivazione che viene fornita è che è la stessa natura autonoma dell'impresa, come strumento per soddisfare i variegati bisogni dell'uomo, che comporta l'esigenza di una adeguata "trasparenza finanziaria", quale riferimento unico che – per le sue espressioni quantitative – consente di delineare il valore d'impresa con riferimento al quale si può attribuire una dimensione di rating e quindi il suo merito creditizio.

Altro aspetto messo in luce, e non così lucidamente trattato da altri Studiosi, è che la "trasparenza finanziaria" è anche strumento che legittima, per le sue corrette espressioni numeriche, la visione futura della gestione dell'impresa: su questa si basa, infatti, qualsivoglia tecnica previsionale, dai business plan al cash-flow previsionale così come ai metodi di valutazione d'azienda prospettici.

Non da meno emerge una velata critica al fatto che spesso il rating espresso in via autonoma da società specializzate, non rappresenta un giudizio sempre attribuito con indipendenza e autonomia estimativa da parte di chi l'assegna.

Ed al proposito di mitigare questa discrezionalità, che non sempre è espressione della verità quantitativa, ma che comunque condiziona in maniera violenta il merito creditizio in quanto dipendente appunto dal livello di rating, sottolinea come sia indispensabile una revisione contabile che sia approfondita e attendibile, e non solo espressione di un marchio delle note Società di Revisione, ma come sia anche fondamentale un audit sui processi e, da ultimo, una selezione delle agenzie di rating che identifichi quelle meno legate a monte, come loro governance, al business ed alla speculazione e soprattutto al riconoscimento economico del rating assegnato.

In tal senso la proposta è che la governance delle società di rating non sia in qualche modo depositaria di interessi, in modo tale che il giudizio sia realmente indipendente.

Purtroppo, ciò che bene emerge dalla ricerca è che il merito creditizio è molto influenzato dal giudizio di rating, ma anche come altri fattori ne possano

condizionare il livello: per esempio la correttezza, per quanto riguarda il nostro Paese, dei dati della Centrale Rischi è fondamentale per non avere penalizzazioni da situazioni che, una attenta osservazione dell'azienda, neppure prenderebbero in considerazione ai fini dell'attribuzione di un giudizio di rating.

In tal senso emerge in progressione l'attualità del pensiero di Valter Cantino, che si sposerebbe benissimo, dal 2002, all'oggi della Crisi d'Impresa e delle numerose considerazioni che gli studiosi formulano a proposito proprio del rating.

Il rating è quindi delineato come la risultante di una serie di elaborazioni che concernono molteplici classi di informazioni:

- Redditali e Patrimoniali, derivanti dai bilanci, dalle garanzie rilasciate e o delle dichiarazioni dei redditi delle imprese;
- Altre Informazioni Quali-quantitative, come la Centrale Rischi (purchè con meno errori di quanti spesso siano rilevati), la qualità del Management, la Trasparenza, il rispetto effettivo di Codici Etici;
- L'analisi della probabilità di insolvenza.

Sono tematiche che vengono analizzate ed osservate quali componenti di un sistema informativo non generico e a supporto di quanto necessario per attribuire un rating che non sia un mero valore di scala, bensì un determinante per il quale sia chiara, in ogni soggetto portatore di interessi, la portata in termini di influenza per il merito creditizio, e conseguentemente – nei momenti di “discontinuità” della gestione aziendale – dello stesso valore d'azienda.

Qui si innesca nuovamente uno spunto innovativo, in quanto la valutazione d'azienda risulta notevolmente condizionata proprio dal giudizio di rating, e quando questo accade nei momenti come sopra qualificati, può portare anche a valutazione errate.

Tale considerazione si inserisce in un contesto che era già all'epoca del testo in oggetto, così come oggi, sempre più prolifico delle occasioni di discontinuità della gestione d'impresa, quindi operazioni di cessione, scambi azionari, joint ventures, acquisizioni, fusioni e scissioni, ma anche operazioni di ristrutturazione aziendale; tema, questo, che Valter pronostica come rilevante, esattamente come poi occorso ora con la normativa sulla Crisi di Impresa.

Una attualità sorprendente, ma anche un contributo definitivo innovativo riferito, appunto, al concetto di discontinuità d'impresa.

In conclusione, il tema del merito creditizio, il rating, così come il merito creditizio, sono individuati come ambiti in cui il noto concetto aziendalistico della interdipendenza trova la sua piena applicazione.

A conferma, dunque, che nel passato della Dottrina c'è il nostro presente e nel futuro la proiezione di questo presente, un contesto temporale in cui Valter avrebbe certamente proseguito il suo contributo, ma che resta come riferimento nei suoi pensieri più innovativi.

**MANUALI**

DI FORMAZIONE E DI CONSULTAZIONE PROFESSIONALE

Valter CANTINO

**VALORE D'IMPRESA  
E  
MERITO CREDITIZIO  
IL RATING**

GIUFFRÈ EDITORE

## 1.

# I GIUDIZI DI VALORE SULL'IMPRESA

1.1. Un « valore » di fondo: la trasparenza finanziaria. — 1.2. Il valore economico del capitale d'impresa. — 1.3. I soggetti interessati alla valutazione del capitale economico d'impresa. — 1.4. La valutazione nei momenti di « discontinuità » della gestione aziendale. — 1.5. La base informativa per il processo di valutazione. — 1.6. La valutazione delle strategie. — 1.7. I risultati del processo valutativo: stime di valore e giudizi qualitativi. — 1.8. L'attendibilità dei dati contabili: la relazione della società di revisione. — 1.9. I giudizi del revisore. — 1.10. La valutazione del merito creditizio dell'impresa. — 1.11. I giudizi delle agenzie di rating. — 1.12. I giudizi sul merito creditizio « riservati ».

### 1.1. Un « valore » di fondo: la trasparenza finanziaria.

Un fenomeno inarrestabile sta coinvolgendo in modo sempre più profondo i sistemi economici e sconvolgendo i punti di riferimento dell'agire imprenditoriale: *la globalizzazione*. Nel « villaggio globale » — dove le distanze si riducono ed i punti di contatto tra gli operatori si intensificano — un valore fondamentale emerge a baluardo dello sviluppo dei rapporti economici, e non economici, retti da legami « virtuali »: *la correttezza relazionale*. La « password » per poter accedere al mercato globale diventa quindi la « credibilità » per farsi riconoscere ed accettare come controparte « non effimera » dei diversi rapporti: finanziari, commerciali, professionali, sociali, ecc..

Per le imprese, la credibilità è fondamentale ed è inglobata nel principio di *economicità* (1) intesa come attitudine dell'azienda ad operare come *strumento economico durevole*. Tale attitudine si configura, per l'azienda in funzionamento, come capacità di raggiungere un certo risultato finale (obiettivo di fondo) partendo da condizioni iniziali differenti (sub-obiettivi o sottoinsiemi differenziati) pur operando in modi diversi (coesistenza di politiche difformi). In tale modo si realizzano le sintesi *dell'unità nella molteplicità*, da un lato, e della « *permanenza nella mutabilità* », dall'altro. Infatti,

---

(1) G. FERRERO, *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 199; G. FERRERO, *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987, pagg. 11 e 87; sullo stesso tema si veda anche P. ONIDA, *Economia d'azienda*, UTET, Torino, 1960; P. PISONI, *Le caratteristiche del sistema azienda*, in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pag. 29.



la correttezza dei rapporti può contribuire a generare un *processo virtuoso* (2) capace di attrarre le migliori risorse (dipendenti, collaboratori, fornitori, finanziatori, ecc.) atte a realizzare una *produzione (economica) per il mercato* volta a soddisfare nel modo migliore i bisogni dei clienti generando per tale via un *vantaggio competitivo duraturo* (3). Se il mercato avrà gli strumenti per riconoscere gli operatori corretti potrà emarginare coloro che non si adegueranno rapidamente alle regole; proprio le « relazioni globali » saranno l'artefice della selezione che promuoverà le istituzioni più attente alle esigenze degli stakeholders e boccherà inesorabilmente i refrattari al mutamento relazionale (4). Per potere riconoscere gli operatori corretti da quelli scorretti è indispensabile partire da « rapporti » economico-finanziari *pubblici ed attendibili*, redatti secondo un « valore di fondo » condiviso: quello della *trasparenza finanziaria*.

Come si è detto in precedenza, la complessità del sistema aziendale e della gestione del processo di trasformazione comportano il sorgere di una articolata serie di interrelazioni tra soggetti e sistemi diversi come, ad esempio, quelli riportati nella tabella sottostante:

SOGGETTI COINVOLTI DIRETTAMENTE DALL'OPERARE DELL'IMPRESA	SISTEMI AMBIENTALI CON CUI L'IMPRESA INTERAGISCE
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Imprenditore</li> <li>• Azionisti e Soci</li> <li>• Managers</li> <li>• Finanziatori e sistema bancario</li> <li>• Lavoratori dipendenti ed autonomi</li> <li>• Fornitori</li> <li>• Clienti</li> <li>• Concorrenti</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Sistema di mercato</li> <li>• Sistema tecnologico</li> <li>• Sistema socio culturale</li> <li>• Sistema legislativo</li> <li>• Sistema bancario</li> <li>• Comunità locali</li> <li>• Gruppi di consumatori</li> <li>• Gruppi ecologisti</li> <li>• Gruppi politici</li> <li>• Gruppi etnici</li> <li>• Organizzazioni sindacali</li> <li>• Stato e pubblica amministrazione</li> </ul>

Tutti i soggetti ed i sistemi citati, ed altri ancora, interagiscono con la struttura organizzativa e produttiva dell'impresa, cercando di influenzarne i comportamenti e le scelte in coerenza con i propri interessi particolari. I portatori di interessi soggettivi, più o meno forti a seconda del collegamento

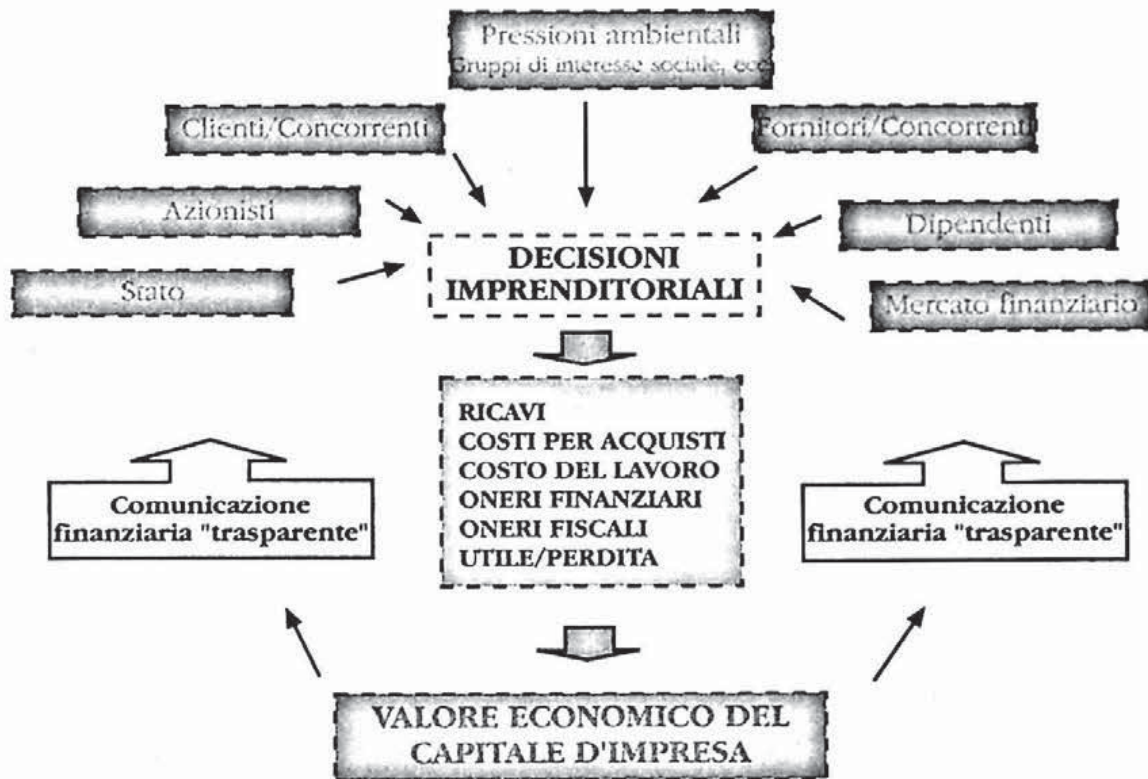
(2) V. CODA, *La formula imprenditoriale*, in G. AIROLDI, G. BRUNETTI, V. CODA, *Lezioni di economia aziendale*, Il Mulino, Bologna, 1989, pag. 287 e segg.

(3) Si veda MICHAEL E. PORTER, *Il vantaggio competitivo*, Edizioni comunità, Milano, 1987, sullo stesso tema anche G. DONNA, *L'impresa competitiva - un approccio sistemico*, Giuffrè, Milano, 1992.

(4) Alcune aziende temono di più le associazioni dei consumatori che non le istituzioni di controllo. Infatti, costa molto di più recuperare credibilità con campagne pubblicitarie e risarcimenti volti a tacitare i soggetti lesi da comportamenti non ortodossi (ad esempio: Moulinex, Nike, Bayer) che non mantenere in origine un comportamento irreprensibile e trasparente ammettendo pubblicamente le colpe su difettosità di prodotti prima di essere colti in fallo (ad esempio: Mercedes « Classe A »).

diretto od indiretto esistente con l'azienda, come si è detto, costituiscono gli stakeholders. Il ruolo attivo di influenza dei diversi gruppi di stakeholders si riflette sulle decisioni imprenditoriali ed in ultima istanza sul « risultato della gestione » e per tale via sul « valore dell'impresa », come risulta dallo schema illustrato nella Figura 1/I.

FIGURA 1/I: « Stakeholders », risultati della gestione aziendale e valore economico del capitale d'impresa.



La trasparenza finanziaria diventa quindi un aspetto determinante per controllare se l'impresa crea o distrugge valore e, in ultima istanza, come questo valore è distribuito tra gli stakeholders.

Oggi la letteratura economica è concentrata sulla creazione del valore dell'impresa e la sua diffusione per l'azionista che è il soggetto che percepisce la remunerazione « residuale »; in ogni caso gli altri soggetti che conferiscono risorse (dipendenti, fornitori, finanziatori, ecc.) sono remunerati secondo il principio della « congrua remunerazione dei fattori produttivi » al fine di mantenere le caratteristiche di competitività duratura nel tempo dell'impresa secondo un principio laico di « equità » (5).

(5) Si veda G. FERRERO, *Impresa e management*, Giuffrè, Milano, 1987, pag. 18 e segg.. Sullo stesso argomento P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 112.

La realizzazione di questo scenario dipende dalla cultura e dalla tradizione che le imprese, nei diversi contesti nazionali, hanno maturato e dalla velocità di adattamento delle stesse alle nuove sollecitazioni che giungono dal mercato. In particolare, alcuni contesti ambientali, come quello anglosassone, hanno già recepito ed accettato la cultura della « trasparenza finanziaria » attraverso la diffusione di alcuni strumenti di controllo « sociale » (ad esempio: la revisione, il rating, le regole di autocontrollo, i codici etici, ecc.).

In altri paesi, come ad esempio l'Italia, tale « valore » stenta a diffondersi, fatte salve le dovute eccezioni, come principio guida degli operatori economici pubblici e privati (ad esempio: Legge Draghi, Comitato di borsa, Consob, ecc.).

Un fattore che probabilmente ha influenzato significativamente i comportamenti delle imprese costringendole ad una maggiore attenzione alla trasparenza finanziaria sono i modelli di governo delle imprese o di « corporate governance ».

La letteratura economico aziendale (6) ha identificato dei modelli di riferimento in relazione a due variabili:

- la composizione della compagine azionaria;
- la stabilità della compagine stessa.

Sotto il primo profilo, si possono distinguere i casi in cui l'azionariato si presenta unitario e monolitico (un individuo, una famiglia) da quelli in cui si presenta articolato e frazionato tra una pluralità di soggetti anche eterogenei (risparmiatori, investitori istituzionali, manager, dipendenti, ecc.), nessuno dei quali occupa posizioni che gli consentano di detenere il controllo dell'impresa.

Sotto il secondo profilo, è possibile distinguere il caso in cui la compagine si mantiene tendenzialmente stabile, almeno per la parte che detiene il controllo, da quella in cui si modifica in continuazione a seguito della compravendita delle azioni.

Incrociando queste due variabili, si possono individuare diversi modelli di *corporate governance*, di cui i più diffusi sembrano essere i seguenti:

- l'impresa a proprietà diffusa o *public company* (azionariato articolato e variabile);
- l'impresa a proprietà chiusa o impresa padronale (azionariato unitario e stabile);

---

(6) Si veda sull'argomento: G. DONNA, *I modelli di corporate governance*, in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, pag. 330, Giappichelli, Torino, 1995, L. GUATRI - S. VICARI, *Sistemi d'impresa e capitalismi a confronto: creazione di valore e in diversi contesti*, EGEA, Milano, 1992, G. AIROLDI, F. AMADORI, G. INVERNIZZI (a cura di), *Proprietà e governo delle imprese*, EGEA, Milano, 1995 e M. MOLTENI (a cura di), *I sistemi di corporate governance nelle grandi imprese italiane*, EGEA, Milano, 1997.

• l'impresa a proprietà ristretta o impresa consociativa (azionariato articolato e stabile).

Di seguito sono tratteggiate le caratteristiche essenziali dei modelli di governo d'impresa individuati (7) nella Figura 1/II.

FIGURA 1/II: I modelli di corporate governance.

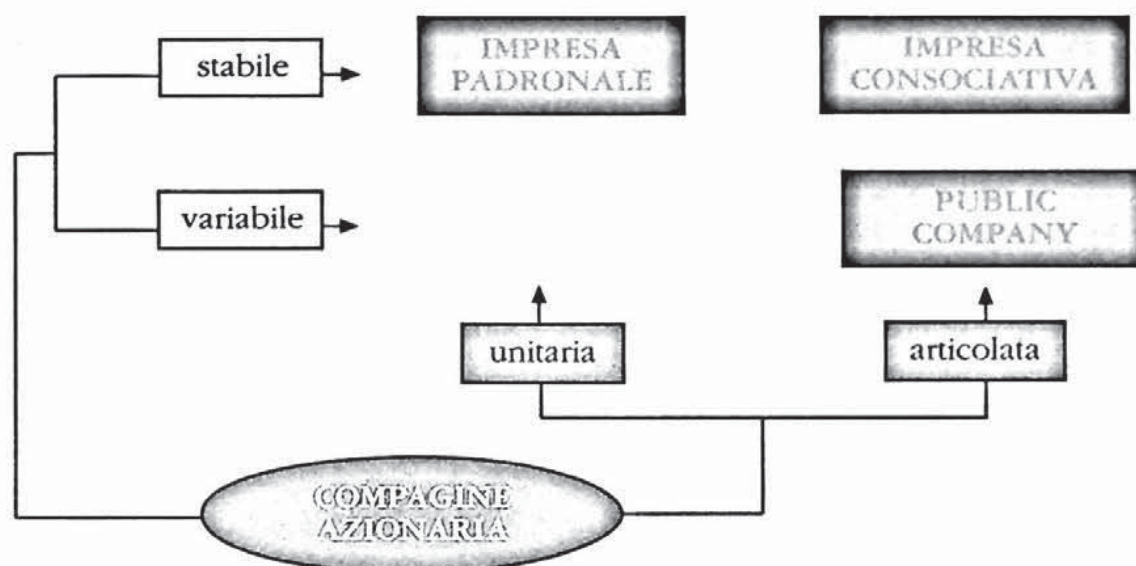


Figura tratta da: *I modelli di corporate governance*, in AA.VV., *Lezioni di economia aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pag. 331.

### L'impresa padronale.

L'impresa padronale è caratterizzata da una compagine azionaria stabile e concentrata in pochi soggetti, tipica della grande impresa italiana. Nell'impresa padronale il grado di identificazione tra azionista ed impresa raggiunge il livello più elevato, e questo assicura all'impresa l'appoggio di un azionista « dedicato » e, almeno nelle intenzioni, orientato al lungo periodo. Inoltre, la coincidenza tra vertice direttivo e proprietà accelera il processo decisionale, viene esaltata la flessibilità organizzativa con un forte coinvolgimento personale.

Quando l'impresa padronale cresce di dimensione si fanno più evidenti alcuni vincoli: finanziari, economici e manageriali. I *vincoli di tipo finanziario* derivano dal fatto che l'impresa è costretta a far dipendere le proprie capacità

(7) Per una analisi completa dei singoli modelli si veda G. DONNA, *La creazione del valore d'impresa*, Carocci, Roma, 1999, pag. 45 e segg..

di crescita dalle disponibilità patrimoniali dell'azionista. Di conseguenza, essa dovrà rinunciare a determinate opportunità o, in alternativa, realizzarle ricorrendo a pesanti livelli di indebitamento con un maggiore grado di rischio. I *vincoli di tipo economico* derivano dal maggiore costo del capitale, che dipende dal maggiore indebitamento e quindi da un maggiore rischio finanziario, e da una minore diversificazione del portafoglio degli investimenti che può permettersi l'azionista. I *vincoli di tipo manageriale*, infine, derivano dall'esistenza di azionisti che pretendono di fare i managers, pur non avendone le qualità e caratteristiche. Di conseguenza, l'impresa padronale può soffrire di una patologica carenza di managerialità, che tende ad accentuarsi nei momenti di ricambio di vertice aziendale, che seguono logiche « dinastiche » piuttosto che professionali.

L'impresa padronale è tesa soprattutto a realizzare la *business idea* dell'azionista, che deve rimanere il più possibile *riservata* per conservare il vantaggio competitivo il più a lungo possibile. Per questa ragione non viene dedicata la dovuta attenzione alla *trasparenza finanziaria*, anzi si realizza l'esatto contrario, « caricando » sull'impresa gli oneri di « attività collaterali », molto spesso personali dello stesso azionista, che confondono e non permettono di cogliere le vere potenzialità dell'impresa e di conseguenza il suo valore. Il bilancio d'esercizio stesso costituisce, a volte, un « mero adempimento » finalizzato a dichiarare un risultato economico di valore contenuto, volto a risparmiare il più possibile le imposte sul reddito, piuttosto che un rapporto di comunicazione verso l'esterno della situazione economica finanziaria e patrimoniale reale dell'impresa.

L'evoluzione in atto spinge le imprese a ricercare partners in un contesto « globale » per accordi commerciali, joint ventures, ecc.. La trasparenza finanziaria, in questo contesto, assume un nuovo significato. L'azionista « imprenditore » se vuole far vivere e crescere la « sua creatura » economica deve sacrificare, in tutto od in parte, il diritto alla proprietà sull'impresa e deve condividerla con altri partners nella consapevolezza che « l'impresa » assume piena autonomia rispetto alla sua proprietà personale (8). In tale contesto appare evidente la separazione tra soggetto economico e soggetto giuridico, che contempla da un lato la volontà dell'azionista, persona singola, gruppo di controllo o persona giuridica che indirizza la gestione e condiziona le strategie e, dall'altro, la strumentalità dell'impresa. Questa presa di coscienza dell'azionista porta ad un ridimensionamento del proprio potere ma privilegia lo sviluppo dell'impresa che per questa via supererà i limiti posti precedentemente in evidenza (limiti finanziari, economici e manageria-

---

(8) G. FERRERO, *Istituzioni di economia d'azienda*, Giuffrè, Milano, 1968, pag. 49.

li). Una delle condizioni per coinvolgere interessi esterni nell'impresa (nuovi soci, merchant banks, fondi chiusi, ecc.) è soggiacere alle regole della trasparenza finanziaria ed utilizzare nuovi strumenti (per l'impresa padronale) di « controllo esterno », che garantiscano alle controparti la *correttezza relazionale* dell'impresa quali ad esempio: la revisione contabile, la certificazione di qualità, il rating, ecc..

### *L'impresa consociativa.*

L'impresa consociativa è caratterizzata da una compagine di azionisti articolata, composita, senza posizioni dominanti di controllo ma fedele, almeno nel suo nucleo stabile. È un modello di impresa che, pur con differenze non irrilevanti, caratterizza la Germania ed il Giappone. Il capitale delle maggiori imprese di questi paesi è detenuto per una quota prevalente da un nucleo ristretto di azionisti stabili, cioè di azionisti che tendono a mantenere la loro posizione per periodi lunghi di tempo, e che corrisponde al cosiddetto nucleo « stabile ». La parte rimanente dell'azionariato è di regola dispersa tra piccoli azionisti e rappresenta la fetta di capitale disponibile sul mercato (flottante). L'impresa consociativa si caratterizza per il nucleo stabile che è composto da banche o investitori finanziari, una parte è spesso posseduta da altri soggetti portatori di interessi forti verso l'impresa, come ad esempio la famiglia originariamente proprietaria, clienti o fornitori importanti, dipendenti, enti pubblici orientati al lungo termine, ciò che consente alle imprese di disporre di un capitale paziente e quindi di sufficiente respiro finanziario. L'impresa gode, in questo modello, di una particolare protezione: il suo azionista è disposto a fare sacrifici nei momenti difficili, evita di sfruttarla nei momenti felici. È un'impresa che riceve dal suo azionista un forte contributo di stabilità e di orientamento al lungo termine. I pregi di tale modello sono costituiti da un *orientamento strategico a lungo termine*, da una *elevata managerialità*, da un *basso costo del capitale* che è dovuto al concorso di più fattori: partecipazione diretta di operatori finanziari nel capitale dell'impresa, maggiore controllo del management da parte dell'azionista, che è a conoscenza delle politiche gestionali. I limiti sono costituiti da un processo decisionale soggetto a *forti mediazioni* per coinvolgere i *diversi interessi* del nucleo stabile che portano ad eccessiva prudenza, ed a porre in atto comportamenti di conservazione e di protezionismo fino ad influenzare poteri istituzionali.

L'evoluzione in atto porta l'azionariato ad essere più esigente ed a chiedere al management scelte volte a creare valore più a breve termine.

Le informazioni riservate, nell'impresa consociativa, sono note al nucleo stabile che conosce, partecipando direttamente agli organi di gestione, le

strategie e può valutare l'operato del management a lungo termine, mentre tali informazioni sono sconosciute all'azionariato esterno al nucleo stabile. Anche in questo caso la *trasparenza finanziaria* costituisce un elemento da rivalutare per coinvolgere interessi esterni al nucleo stabile e per sancire rapporti più chiari all'interno dello stesso nucleo di controllo.

### *La public company.*

La public company si caratterizza per la polverizzazione del capitale tra una moltitudine di azionisti eterogenei e per una elevatissima velocità di circolazione delle azioni. Di conseguenza, per l'effetto delle caratteristiche anzidette, il grado di identificazione tra azionista ed impresa raggiunge il livello minimo. I vantaggi che ne discendono sono di tipo finanziario, economico e manageriale. I *vantaggi finanziari* dipendono dall'elevato numero di azionisti che possono sostenere il fabbisogno finanziario dell'impresa a patto che ci siano garanzie di « redditività » dell'investimento. Gli stessi azionisti possono diversificare il loro portafoglio finanziario tra più investimenti e di conseguenza abbassare il loro rischio complessivo accettando una minore redditività dal singolo investimento che, dal lato dell'impresa, porta ad una *riduzione del costo del capitale*. La public company richiede un *management con elevate doti professionali* atto a gestire gli interessi degli azionisti con un ottimi risultati. La public company è un modello di riferimento, — non a caso, dove le scuole di management hanno trovato più impulso ed attenzione — come ad esempio negli USA.

La public company è concepita per essere « un'impresa senza padroni », e questo può essere visto come il *limite più evidente*. Infatti, il management può assumere un'importanza eccessiva, se non trova un valido antagonista nell'azionista che si « accontenta » di ricevere dividendi soddisfacenti nel periodo di possesso delle azioni (generalmente per poco tempo). Tutto ciò porta a *privilegiare le politiche di breve periodo* a scapito di un respiro strategico di più lungo periodo.

La public company, come si è detto, è presente nei paesi con i mercati finanziari più sviluppati proprio perché l'azionariato deve potersi affidare ad un mercato borsistico efficiente. In questo ambito, *la trasparenza finanziaria diventa un valore fondamentale* ed è proprio in questo contesto che si sono sviluppati gli strumenti giuridici e manageriali più efficaci per garantire all'esterno dell'impresa le informazioni adeguate per le decisioni degli operatori finanziari.

Le caratteristiche dei tre modelli sono sintetizzate nella Tabella 1/I.

TABELLA 1/I: I modelli di corporate governance a confronto.

Modello	Impresa padronale	Impresa consociativa	Public company
<i>Struttura della proprietà</i>	Unitaria	Articolata	Polverizzata
<i>Stabilità della proprietà</i>	Alta	Alta (nucleo stabile di controllo) Bassa (extra nucleo stabile)	Bassa
<i>Valore guida</i>	Imprenditorialità	Continuità e crescita	Ritorno economico
<i>Soggetti chiave</i>	Imprenditore/ proprietario	Banche e management	Management
<i>Principali interlocutori</i>	Famiglie azioniste/ Management	Dipendenti	Analisti finanziari /Investitori istituzionali
<i>Orizzonte temporale di riferimento</i>	Medio	Lungo	Medio - breve
<i>Obiettivi economici tradizionali</i>	Utile	Valore aggiunto	Dividendi
<i>Potenziale finanziario</i>	Basso	Alto	Alto
<i>Costo del capitale di rischio</i>	Alto	Basso	Basso
<i>Indebitamento</i>	Medio-basso	Alto	Basso
<i>Managerialità</i>	Bassa	Medio - alta	Alta
<i>Flessibilità</i>	Alta	Medio - bassa	Medio - alta
<i>Trasparenza</i>	Limitata	Limitata	Elevata
<i>Ruolo della borsa</i>	Marginale	Limitato	Fondamentale
<i>Attivismo del mercato per il controllo delle imprese</i>	Basso	Basso	Alto
<i>Esempi di riferimento</i>	La grande impresa italiana	La grande impresa in Germania ed in Giappone	La grande impresa in USA ed in Gran Bretagna
<i>Criticità</i>	Rischio/Costo del capitale	Livello di redditività	Orientamento al lungo termine
<i>Evoluzioni in atto</i>	Allargamento della base azionaria	Azionariato più esigente	Azionariato più concentrato e stabile

Tabella tratta da: G. DONNA, *La creazione del valore nella strategia d'impresa*, Carocci, Roma 1999, p. 46.

Partendo da queste premesse si comprende come, da un lato, la necessità di conoscere a fondo il pensiero dell'agire imprenditoriale e quindi il valore d'impresa coinvolge sempre più soggetti (gli azionisti, i finanziatori, i dipen-



denti, i fornitori, i clienti, ecc.), dall'altro, i punti di discontinuità della gestione aziendale (modifica del soggetto economico per cessione o per altre ragioni come operazioni di fusione, avvicendamento del top management, evoluzioni repentine degli scenari di business, ecc.) sono sempre più frequenti; per queste ragioni gli strumenti di valutazione dell'impresa si sono evoluti nel tempo cercando di diversificare la natura dell'informazione in relazione al soggetto interessato.

La nostra dottrina ha sempre riservato alla valutazione del capitale economico d'impresa molta attenzione (9) in quanto rappresenta un punto di incontro, come giudizio di valore, che coinvolge, con diverse prospettive, numerosi soggetti, ad esempio: l'azionista, l'acquirente, il venditore, gli operatori finanziari, il management. Nel tempo, soprattutto la prassi, ha manifestato l'esigenza di disporre di metodologie per esprimere un giudizio sul valore dell'impresa con una frequenza maggiore e privilegiando alcuni punti di osservazione rispetto ad altri.

Nei paragrafi successivi si analizzeranno tali aspetti partendo dalla *valutazione del capitale economico dell'impresa*, individuando successivamente i *soggetti interessati al giudizio di valore* per poi definire *i metodi di valutazione e gli strumenti* più opportuni per rappresentare tale *giudizio di valore*.

## 1.2. Il valore economico del capitale d'impresa.

La nozione di capitale economico risulta significativa soltanto se si osservano le relazioni dinamiche tra il valore attribuibile al « capitale proprio » vincolato al funzionamento dell'impresa e la redditività della medesima. Il capitale economico dovrebbe, quindi, concettualmente riflettere le future condizioni di redditività della gestione d'impresa, tenuto conto delle dinamiche di remunerazione del capitale proprio oltre, s'intende, degli altri fattori di produzione già considerati come costi dell'esercizio (10).

Il capitale d'impresa viene riferito, nella sua entità, ad un determinato istante (11): ad esempio al termine di un determinato periodo di gestione; mentre il reddito inteso come flusso di nuova ricchezza viene riferito ad un

(9) G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966; P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998; G. DONNA, *La creazione di valore nella gestione dell'impresa*, Carocci, Roma 1999; L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998; L. GUATRI, *Il Giudizio integrato di valutazione*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000; G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 1997.

(10) G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pag. 7.

(11) Sulla funzione del capitale proprio nell'impresa capitalistica si veda P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 16.

determinato arco di tempo (12), di regola annuale, e la sua determinazione è incentrata sulla competenza dei costi e dei ricavi. A seconda dei criteri adottati per stabilire la competenza cambia, a volte significativamente, l'entità del risultato di periodo: a parità di ogni altra condizione, infatti, si può passare da un consistente utile ad una perdita altrettanto consistente. La redditività, al contrario, non ha un preciso riferimento temporale ma guarda genericamente e indefinitamente al futuro. Essa designa non il reddito di questo o di quel periodo, ma la tendenziale prospettica capacità dell'impresa di generare reddito. Come si è detto, in un'impresa in funzionamento capitale e reddito non sono grandezze autonome, determinabili indipendentemente l'una dall'altra, ma si presentano come aspetti interdipendenti di una medesima e complessa realtà (13), la sintesi di tale relazione (14) è rappresentata nella Figura 1/III.

Tale impostazione permette di determinare il capitale economico dell'impresa come « valore unico » mediante un processo di « capitalizzazione economica » dei redditi presunti futuri, espressivi delle condizioni di redditività di lungo periodo (15).

---

(12) G. ZAPPA, *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano 1946 pag. 76, « La formazione del capitale e del reddito segue un processo inverso a quello comunemente supposto, e procede necessariamente dal fluire dei frutti al costituirsi dei capitali ».

(13) Sulla relazione reddito-capitale CAPALDO osserva: « ... Il reddito d'impresa non può essere inteso, semplicisticamente, come il frutto che si stacca dall'albero (il capitale). Non di rado, infatti, il reddito d'impresa « esiste » solo a condizione che non si pretenda di staccarlo dal capitale, perché se così si facesse ci si renderebbe conto, in breve tempo, che non il frutto è stato staccato ma un vero e proprio « pezzo » di albero che, pertanto ne esce indebolito se non distrutto. », in *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 28.

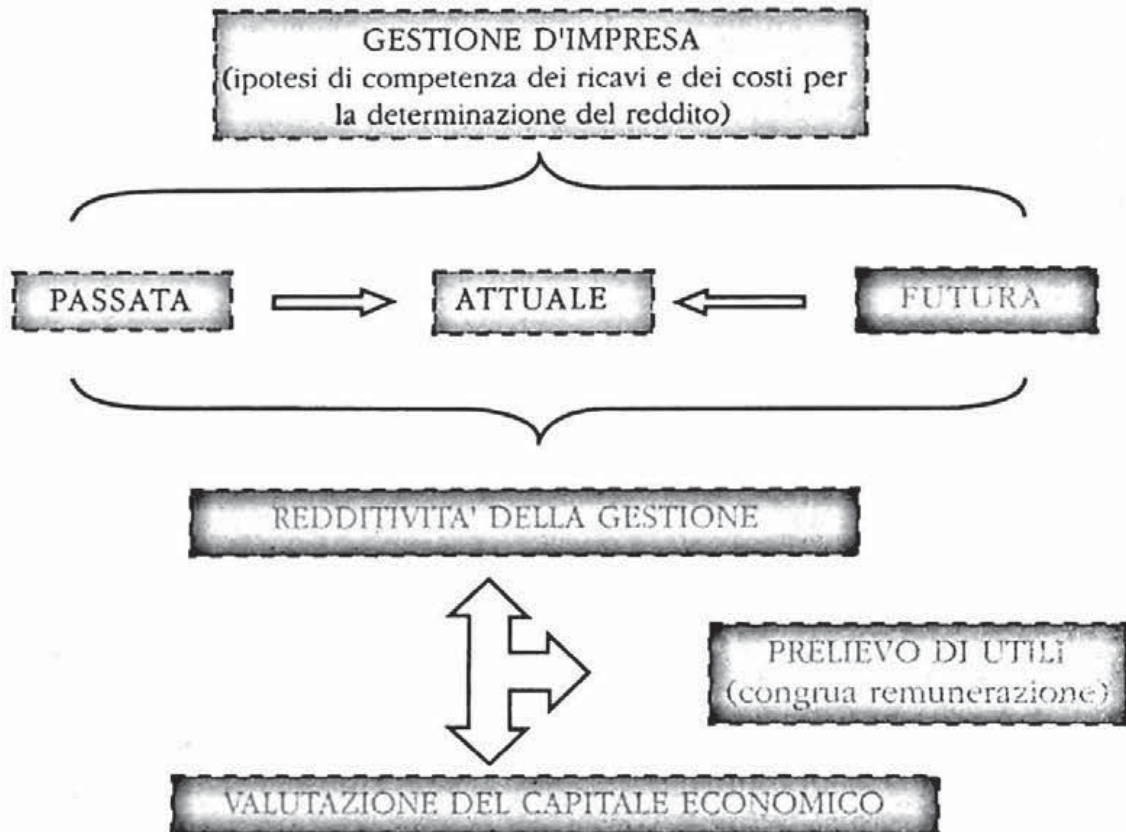
(14) L'impostazione riflette il *metodo dei flussi* e si presenta come *concetto generale* di valutazione, rispetto al quale i metodi reddituali e finanziari si pongono come metodologie applicative. G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pag. 18; L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998, pag. 39; P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 141.

(15) Sulla definizione di reddito visto nella prospettiva di lungo periodo, FERRERO osserva « ... il reddito d'impresa, essendo comunque l'espressione monetaria di un *risultato economico soggetto a rischio*, viene talvolta denominato *profitto*, pur senza identificare codesto *profitto* con quella categoria di reddito che suole definirsi *corrispettivo per il rischio imprenditoriale*, né con l'*extra reddito* che si formerebbe in relazione al positivo influsso di *eccezionali* circostanze interne od esterne di funzionamento dell'impresa, la quale si troverebbe ad operare in condizioni — sia proprie, che di mercato o d'ambiente — diverse da quelle di *normale* svolgimento delle cosiddette *impresie medie*. Come sopra, reddito nel senso qui precisato, il *profitto* esprimerebbe il *surplus* che risulta disponibile dopo aver coperto, con i ricavi, tutti i costi, compresi quelli afferenti *l'interesse sul capitale proprio* vincolato all'impresa, *il salario direzionale* e *l'assicurazione per il rischio* connesso all'iniziativa imprenditoriale... » e ancora « ... la funzione di tali *extra redditi* non è quella di *super remunerare* dati fattori della produzione, ma di *stabilizzare*, come riserve accumulabili nelle fasi favorevoli ed utilizzabili in quelle avverse, la remunerazione dei fattori produttivi vincolati all'impresa stessa, per rendere questa remunerazione *variabilmente congrua* in relazione alle mutevoli e diversificate condizioni poste dal mercato di questi fattori. La funzione stabilizzatrice ora riferita ai considerati *extra redditi* nella realtà si manifesta attraverso la costituzione e l'alimentazione di riserve che consentono *l'autointegrazione patrimoniale*, per la quale l'impresa acquisisce attitudine a

In relazione al tempo, la valutazione del capitale economico può essere determinata (16):

- in particolari momenti di vita dell'impresa;
- sistematicamente ad intervalli regolari.

FIGURA 1/III: La relazione redditività e valore economico del capitale.



Nel primo caso, la valutazione del capitale economico viene fatta, generalmente, *nei momenti di discontinuità* della vita dell'impresa, ad esempio quando avviene un avvicendamento del soggetto economico in caso di cessione oppure in occasione della quotazione in borsa o ancora in presenza di particolari eventi come una ristrutturazione aziendale che necessita di

---

soportare, con forza propria, l'urto originato dalle erosioni di patrimonio derivanti da squilibri economici di breve periodo, senza dover dipendere dall'integrazione di altre economie, nemmeno di quelle che all'impresa partecipano come titolari del capitale proprio... ». *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano 1966, pag. 9 e pag. 11.

(16) Si veda in proposito L. GUATRI, *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1990, che riporta a pag. 11 la seguente affermazione: « Il valore è frutto di una stima che può essere ripetuta quando si vuole, ma che di fatto si ripete a lunghi intervalli di tempo, in relazione a specifiche esigenze. Solo l'approccio di creazione del valore, con le proprie necessità di controllo periodico, induce alla metodica e programmata ripetizione della stima ». Tale affermazione si ritrova ampliata nel *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998.

operazioni di fusione, di scissione, ecc. In tale contesto la valutazione economica del capitale rappresenta un evento straordinario e si sovrappone agli strumenti tradizionali di « controllo della gestione » come, ad esempio, le analisi basate sui « dati contabili » attraverso gli indicatori di bilancio.

Nel secondo caso, la valutazione del capitale economico dell'impresa diventa uno strumento di « controllo sistematico e continuo » dell'operato del management che è misurato proprio sull'incremento del capitale economico dell'impresa all'interno di un determinato periodo, cioè sulla « creazione di valore ». Questo aspetto è di estrema attualità; infatti, l'obiettivo prioritario del management, oggi, è quello di creare valore per gli azionisti, in particolare delle società quotate. Tale pressione viene dalle attese di valorizzazione del risparmio che, attraverso gli investitori istituzionali (come fondi pensione, fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione, ecc.) e il mercato finanziario, in volumi crescenti, si dirige verso l'impiego in titoli azionari (17).

In entrambi i casi, la valutazione del capitale economico di un'impresa dipende, come si è detto, dalle ipotesi di gestione, in particolare di quelle future, che il soggetto economico individua come percorso di sviluppo strategico dell'impresa e che influenza la redditività della *gestione* secondo un principio di competenza diversa da quella cui si è abituati nelle operazioni di determinazione del reddito per il bilancio d'esercizio (18). In particolare, nel concetto di redditività è insita l'idea di media, di tendenza e, quindi di reddito medio, di reddito tendenzialmente conseguibile in futuro. Con tale prospettiva, il problema della competenza si stempera e perde buona parte del suo rilievo a causa del notevole allargamento del campo entro il quale va posta la correlazione costi/ricavi: non più il ristretto ambito di un singolo esercizio, ma lo spazio ampio e per certi versi indeterminato della gestione futura.

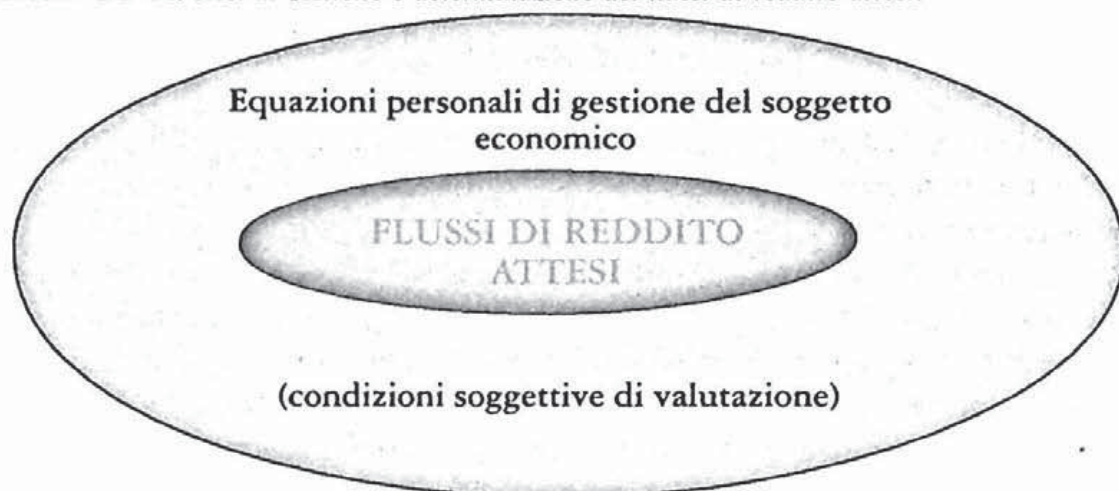
Tale aspetto fa discendere che la valutazione economica del capitale d'impresa non può prescindere dalla definizione di ipotesi di gestione del soggetto economico che si inseriscono sulla potenzialità attuale dell'impresa e ne condizionano la creazione di valore, con segno positivo, nullo o negativo. Senza conoscere le ipotesi di gestione, e di conseguenza le logiche di « competenza » che determinano i flussi di reddito attesi, diventa difficile ogni ragionamento di merito sulla valutazione economica del capitale d'impresa. Nella Figura 1/IV viene messa in risalto la relazione tra le ipotesi di gestione del soggetto economico e la determinazione del reddito che rappresenta il nocciolo del problema attorno al quale stanno le ipotesi che lo rendono risolvibile e lo qualificano.

---

(17) V. CODA, prefazione a G. DONNA, *La creazione del valore d'impresa*, Carocci, Roma, 1999.

(18) P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 163.

FIGURA 1/IV: Ipotesi di gestione e determinazione dei flussi di reddito attesi.



Il criterio di configurazione del reddito diventa quindi l'elemento determinante per valutare il capitale economico dell'impresa, prescindendo dalle regole contabili che disciplinano la formazione del bilancio d'esercizio, le logiche proposte (19) in tema di formulazione dei giudizi di competenza dei costi e dei ricavi sono le seguenti:

- A) la logica del rinvio dei costi;
- B) la logica dell'anticipazione dei ricavi.

Nella logica di tipo A, la correlazione tra costi e ricavi viene stabilita assumendo innanzitutto che — per quanto riguarda i ricavi — competano all'esercizio quelli conseguiti nel medesimo periodo, restano esclusi i ricavi in via di conseguimento o, più in generale, le aspettative di ricavi. Ai ricavi così determinati, vengono contrapposti tutti i costi sostenuti nell'esercizio, ad eccezione di quelli che si possono rinviare ad esercizi successivi, perché suscettibili — direttamente o indirettamente — di recupero, attraverso futuri ricavi. Alla base di questa « logica », vi è l'assunto che nell'impresa si possa parlare di reddito solo in presenza di operazioni concluse e nei limiti di queste operazioni. E, poiché le operazioni si concludono con il conseguimento dei ricavi, ecco che il fulcro del reddito è costituito dai ricavi conseguiti.

La logica di tipo B, dal canto suo, muove dall'assunto che il fulcro del reddito è dato dai ricavi: non però — riduttivamente — dai soli ricavi che, realisticamente, potranno essere conseguiti nell'esercizio ma anche dai ricavi che, realisticamente, potranno essere conseguiti in futuro, in virtù delle

(19) P. CAPALDO, *Reddito, capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 52. Come precisa l'Autore: « si tratta di due logiche che configurano due casi-limite, significativi di per sé e come paradigmi di riferimento per altre possibili logiche ».

iniziative e delle azioni svolte nell'esercizio e quindi, dei costi in esso sostenuti. Con questa logica, pertanto, si assume che i costi competano interamente all'esercizio nel quale sono sostenuti e che, a fronte di essi, debbano essere posti sia i ricavi conseguiti, sia quelli che si prevede di conseguire da tutte le operazioni in corso. E poiché, per completare queste operazioni, si renderà necessario acquisire in futuro altri fattori produttivi, ivi compresi quelli inerenti il costo della « struttura », occorrerà tener conto dei relativi costi. Per schematizzare, possiamo dire che — con questa seconda logica — il reddito d'esercizio si ottiene deducendo dalla somma dei ricavi conseguiti e dei ricavi conseguibili, i costi sostenuti e quelli ancora da sostenere fino al conseguimento dei considerati ricavi.

Nella logica B si tende, in sintesi, ad attribuire il reddito all'esercizio nel quale le operazioni, le iniziative di gestione sono impostate, promosse, avviate. Ciò significa che si anticipa l'esito economico delle operazioni in corso, tanto se positivo quanto se negativo.

Possiamo anche dire che la logica A tende ad attribuire il reddito all'esercizio nel quale le operazioni si concludono. Ciò naturalmente a condizione che se ne preveda un esito favorevole, perché in caso contrario le previste perdite — salvo situazioni del tutto particolari — debbono essere imputate all'esercizio nel quale l'attività viene impostata (o comunque l'esito negativo diviene prevedibile), per l'ovvia ragione che non possono essere trasferiti ai futuri esercizi costi privi, in partenza, di prospettive di recupero.

La logica B, invece, « sconta » i futuri ricavi; sicché si può avere un reddito anche ingente, in un esercizio nel quale per avventura non sia stato conseguito alcun ricavo. Questo non potrebbe accadere nella logica A) perché con essa — in assenza di ricavi — il risultato dell'esercizio potrebbe essere nell'ipotesi più favorevole pari a zero. Cioè si realizzerebbe per effetto del trasferimento ai futuri esercizi della totalità dei costi sostenuti.

Tali impostazioni rappresentano delle ipotesi limite all'interno delle quali si possono individuare altre ipotesi concrete (20) una delle quali è quella che considera il *reddito economico integrato* (21) (REI).

---

(20) CAPALDO, richiama l'esigenza di logiche intermedie tra il rinvio di costi e l'anticipazione dei ricavi « ... Riteniamo possibile, infatti, configurare nozioni di reddito che dosando opportunamente fatti ed aspettative, siano capaci di dare ciò che — per motivi opposti — non riescono a dare né il reddito « A » (perché basato su criteri eccessivamente prudenti) né il reddito « B » (perché, al contrario, basato su criteri non sufficientemente prudenti). Non pensiamo, in verità, a nozioni alternative alla « A » e alla « B ». Pensiamo piuttosto ad « ulteriori » nozioni che si integrino con la « A » e la « B » in modo da formare un sistema volto, tra l'altro, ad esaminare da varie angolazioni — o, se si preferisce, a monitorare — la gestione aziendale nei suoi andamenti economico-finanziari, e più in generale le sue performances ». *Reddito, Capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 194.

(21) Il concetto di reddito economico integrato è stato proposto dal GUATRI sulla *La valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, n. 2/1996, come un efficace strumento di misura della performance

Per chiarire l'impostazione concettuale si consideri il seguente esempio: un'impresa investe su un nuovo progetto tecnologico 300 milioni di euro in tre anni ripartiti costantemente in 100 milioni di euro all'anno. L'impresa, al terzo anno cede la nuova tecnologia realizzando complessivamente 900 milioni di euro come corrispettivo di cessione.

Si ipotizzano tre casi prescindendo dai limiti civilistico-fiscali che regolano il bilancio d'esercizio:

1) impostazione di estrema prudenza: sono spesi nell'esercizio i costi sostenuti per il nuovo progetto e si realizza il corrispettivo per 900 milioni di euro nel terzo esercizio;

2) logica di rinvio dei costi (logica A): sono capitalizzati i costi fino alla realizzazione del progetto e nel terzo anno si realizza il risultato differenziale ( $900 - 300 = 600$ );

3) logica dell'anticipazione dei ricavi (logica B): sono anticipati i ricavi relativi alla cessione della nuova tecnologia distribuendo il corrispettivo nei tre esercizi (le quote sono di 300 milioni di euro per ciascun periodo).

Di seguito sono riportati gli esempi numerici.

1) impostazione di estrema prudenza: sono spesi nell'esercizio i costi sostenuti per il nuovo progetto e si realizza il corrispettivo per 900 milioni di euro nel terzo esercizio;

Stato patrimoniale attivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Immobilizzazioni in corso (costi rinviati al futuro)	0	0	0

Stato patrimoniale passivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Risultato d'esercizio	(100)	(100)	800

Conto economico	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Componenti positivi di reddito			
a) ricavi realizzati			900
b) ricavi anticipati			
c) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni (rinvio di costi)			
meno: Costi sostenuti nell'esercizio	(100)	(100)	(100)
Risultato economico	(100)	(100)	800

periodica dell'impresa, in alternativa al risultato contabile (o di bilancio) di cui sono evidenti i limiti di significatività e viene ripreso ed approfondito nel *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998.

2) logica di rinvio dei costi (logica A): sono capitalizzati i costi fino alla realizzazione del progetto e nel terzo anno si realizza il risultato differenziale ( $900 - 300 = 600$ );

Stato patrimoniale attivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Immobilizzazioni in corso (costi rinviati al futuro)	100	200	0

Stato patrimoniale passivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Risultato d'esercizio	(0)	(0)	600

Conto economico	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Componenti positivi di reddito			
a) ricavi realizzati			$(900 - 200) = 700$
b) ricavi anticipati			
c) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni (rinvio di costi)	100	100	
meno: Costi sostenuti nell'esercizio	(100)	(100)	(100)
Risultato economico	(0)	(0)	600

3) logica dell'anticipazione dei ricavi (logica B): sono anticipati i ricavi relativi alla cessione della nuova tecnologia distribuendo il corrispettivo nei tre esercizi (le quote sono di 300 milioni di euro per ciascun periodo).

Stato patrimoniale attivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Immobilizzazioni in corso (costi rinviati al futuro)	0	0	0

Stato patrimoniale passivo	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Risultato d'esercizio	200	200	200



Conto economico	Anno 1	Anno 2	Anno 3
Componenti positivi di reddito			
a) ricavi realizzati			(900 - 600) = 300
b) ricavi anticipati	300	300	
c) incrementi di immobilizzazioni per lavori interni (rinvio di costi)			
meno: Costi sostenuti nell'esercizio	(100)	(100)	(100)
Risultato economico	200	200	200

Partendo dalla impostazione sub 1), dove si ipotizza un reddito normalizzato, si perviene al *reddito economico integrato* (REI) considerando la seguente espressione (22):

$$REI = RN + \Delta BI + \Delta P$$

In cui:

RN = reddito normalizzato

$\Delta BI$  = variazione (nel periodo) dello stock di beni immateriali;

$\Delta P$  = variazione (nel periodo) delle plusvalenze o minusvalenze contabilmente inesprese su alcune categorie di beni e su poste contabili del passivo.

Nel caso semplificato proposto si perviene ad una configurazione di reddito economico integrato (23) utilizzando alternativamente i due addendi della formula (la variazione dello stock di beni immateriali e la variazione delle plusvalenze contabilmente inesprese su alcune categorie di beni): nel caso 2) attribuendo al « reddito normalizzato » la variazione dello stock di beni immateriali (logica A), nel caso 3) attribuendo al « reddito normalizzato » l'ammontare della plusvalenza contabilmente inespressa sulla nuova tecnologia realizzata (logica B).

(22) L. GUATRI, *Il giudizio integrato di valutazione*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000, pag. 64.

(23) GUATRI riporta come esempio di determinazione del reddito economico integrato la cessione del ramo di attività « Sistemi ottici terrestri » da Pirelli a Cisco. Tale ramo d'attività, costituito essenzialmente da brevetti della fotonica, è stato ceduto realizzando una plusvalenza di 1.131 milioni di euro. Supponendo che il valore di tali brevetti si sia formato linearmente in 5 anni, la plusvalenza netta idealmente attribuibile ad ognuno dei 5 esercizi è stimabile in 226,2 milioni di euro. L'intero settore « Cavi e sistemi » della Pirelli negli ultimi due esercizi ha generato un utile medio di annuo di 140,5 milioni di euro. Il REI annuale attribuibile, in via approssimativa, all'ultimo biennio è di 366,7 milioni di euro, contro un risultato netto contabile di 140,5 che rappresenta solo il 38,3% del REI. L. GUATRI, *Il giudizio integrato di valutazione*, Università Bocconi Editore, Milano, 2000, pag. 65.

Definita la configurazione di reddito che meglio descrive la redditività dell'impresa occorre determinare il tasso che permette di riportare ad oggi (momento della stima) mediante un processo di attualizzazione i « frutti » attesi a tempo indefinito od a tempo determinato (24).

La scelta del tasso di capitalizzazione dei redditi presunti futuri dovrebbe necessariamente fondarsi sulla considerazione, ad esempio, delle seguenti circostanze che determinano la variabilità del tasso medesimo (25):

- 1) il rischio che incessantemente condiziona la gestione d'impresa e che grava sul capitale proprio vincolato all'esercizio dell'impresa stessa;
- 2) le condizioni del mercato dei capitali;
- 3) le possibilità di impiego alternativo dei capitali investiti nell'impresa;
- 4) la possibilità di conveniente realizzo dei capitali investiti nell'impresa (capitale di liquidazione).

In particolare il capitale di liquidazione, a sua volta, consente di osservare il rischio d'impresa da altra angolazione: infatti, esso chiarisce quale è il grado di « mobilità dell'investimento » e, quindi, quale effetto si avrebbe nel caso in cui — in presenza di un andamento economico non soddisfacente — si decidesse di sciogliere l'impresa e di reinvestire le risorse così realizzate. Il rischio d'impresa — a parità di condizioni — tende a crescere man mano che si allarga il divario tra il valore corrente del capitale d'impresa e il corrispondente valore di liquidazione, fino a raggiungere la sua massima intensità quando il valore di liquidazione fosse stimato pressoché nullo o addirittura negativo.

### 1.3. I soggetti interessati alla valutazione del capitale economico d'impresa.

La determinazione della redditività dell'impresa è la base del processo valutativo. Ma occorre considerare che tale base è direttamente influenzata dalla visione futura della gestione dell'impresa del soggetto che richiede la stima. In particolare, occorre conoscere tale visione nei momenti di discontinuità dell'impresa, come avviene ad esempio nel caso di cessione d'azienda.

---

(24) G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pag. 117. « ... La nozione di reddito da capitalizzare è quello conseguibile a tempo indefinito: chiarimento che si consolida, se si tiene presente che non è materialmente possibile determinare in termini di tempo la durabilità dell'impresa salvo alcune eccezioni come ad esempio quello delle imprese concessionarie ».

(25) Sulla determinazione del tasso di capitalizzazione si veda G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pag. 126; P. CAPALDO, *Reddito, Capitale e bilancio d'esercizio*, Giuffrè, Milano, 1998, pag. 151; G. DONNA, *La creazione del valore d'impresa*, Carocci, Roma, 1999, pag. 129 e L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, EGEA, Milano, 1998, pag. 76.

In tale ipotesi, a parte « l'equazione personale » dei singoli estimatori, il valore di cessione può dipendere dal diverso peso che in concreto assumono, per le parti contraenti, le condizioni « soggettive » di negoziazione che tendono ad « esaltare » od a « deprimere » alcune caratteristiche di gestione dell'impresa che inevitabilmente si ripercuotono sulle condizioni di redditività e quindi sul valore del capitale economico dell'impresa stessa.

Il valore di cessione dell'azienda in avviamento costituisce la sintesi quantitativo-monetaria dei giudizi estimativi che vengono espressi in occasione delle trattative di negoziazione del capitale proprio o di quote del medesimo. Tale valore costituisce un « valore obiettivo » attribuibile all'azienda in avviamento e rappresenta il riferimento teorico su cui si fonda il dibattito del prezzo di cessione che, attraverso trattative circostanziate, porteranno con contrasti via via attenuati all'effettiva negoziazione di questo prezzo.

Il valore « obiettivo », come grandezza di prima approssimazione, deve essere determinato in condizioni di assoluta riservatezza, dato l'iniziale conflitto di interessi che contrappone i contraenti malgrado l'unità di intenti che li accomuna nel reciproco consenso per avviare le trattative di negoziazione. In tali circostanze, le condizioni che determinano il valore economico del capitale d'impresa non considerano esclusivamente la remunerabilità del capitale investito in quanto gli scopi che legittimano l'investimento possono essere diversi.

Per l'acquirente, nel caso di rilievo dell'azienda per una successiva integrazione all'interno di un gruppo, il valore obiettivo di prima approssimazione si determina considerando la redditività della gestione dell'azienda in relazione alle potenzialità che essa può esprimere attraverso l'appartenenza ad un nuovo gruppo che legittima, da un punto di vista strategico, l'operazione stessa di acquisizione. In altri casi, l'azienda viene acquistata per liquidarla ed eliminare per questa via un concorrente. In tale circostanza, il cessionario determina il proprio valore obiettivo considerando non solo il valore che può derivare dal ricavo presunto di liquidazione dell'azienda acquisita ma anche dai vantaggi economici che attraverso l'eliminazione di un concorrente si possono attribuire all'acquirente stesso.

Il cedente perviene al valore obiettivo negoziando la cessione della propria quota di minoranza o di maggioranza ponendo condizioni che sintetizzano vantaggi particolari conformi al suo personale interesse, come ad esempio privilegi nella partecipazione agli utili della società, — particolari posizioni all'interno degli organi societari a prestabiliti livelli di remunerazione, ecc. Nell'ottica proposta il valore economico attribuito all'impresa è solo una delle condizioni poste a base della complessa trattativa che si instaura, ed il valore di cessione può mutare significativamente a parità di

situazione patrimoniale in relazione alle condizioni soggettive di negoziazione ed all'abilità contrattuale su cui il cedente può contare (26) per imporre clausole che considerino i citati vantaggi personali (27). Il cedente, in ogni caso, ha solo due possibilità per poter realizzare il proprio investimento: cedere l'impresa come complesso economico funzionante o procedere alla liquidazione per stralcio. Ne consegue che quando il cedente sceglie la prima via non può prescindere dalla valutazione del capitale economico in funzionamento anche se nella negoziazione possono successivamente pesare condizioni che privilegiano vantaggi personali al corrispettivo per il valore d'impresa. Il capitale di liquidazione per stralcio assume il « teorico » limite inferiore del prezzo di cessione.

Il comportamento estimativo del cedente trova espressione nel *presunto valore di realizzo* del capitale economico al quale il cessionario contrappone il *presunto valore d'acquisto*. Con tale processo il cessionario fonda il proprio processo estimativo non su *obiettive* valutazioni delle condizioni economiche della gestione futura (racchiuse nel valore obiettivo) ma su una critica che tende a demolire le basi di ragionamento su cui il cedente basa il processo valutativo.

Per quanto detto, il prezzo di cessione dell'azienda in avviamento può essere definito come la sintesi economico-monetaria di tutte le condizioni che variamente configurano la negoziazione del capitale proprio vincolato all'esercizio della medesima (28). Le condizioni di negoziazione possono essere:

- soggettive;
- oggettive.

Le condizioni soggettive riflettono l'atteggiarsi delle diverse parti per quanto attiene l'abilità negoziale che viene esercitata reciprocamente nella trattativa. Le condizioni oggettive invece sintetizzano il valore che obiettivamente può essere attribuito all'azienda in funzionamento se si prescinde dalle condizioni soggettive: tale valore esprime il *prezzo teorico* di scambio che secondo i diversi giudizi estimativi del cedente e del cessionario dovrebbe riflettere il valore obiettivo di prima approssimazione. Al prezzo di cessione del capitale proprio si giunge attraverso la contrapposizione delle due copie di condizioni soggettive-oggettive del cedente e del cessionario (Figura 1/V).

Il prezzo di trasferimento del capitale proprio costituisce la sintesi

---

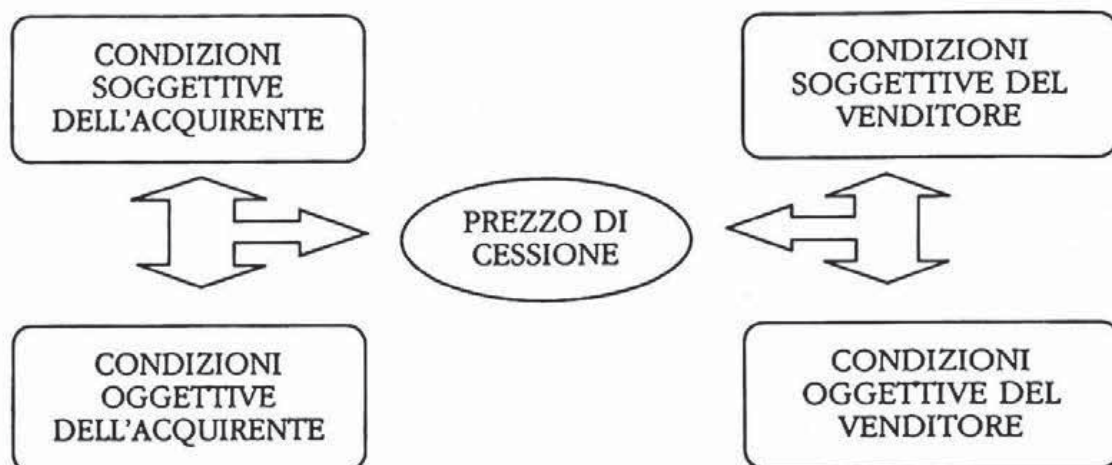
(26) G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano 1966, pag. 75.

(27) Nei take over ostili alcune volte gli amministratori attaccati negoziano in separata sede con l'acquirente la condizioni di fuoriuscita dalla società o l'eventuale integrazione con il nuovo management.

(28) G. FERRERO, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Giuffrè, Milano, 1966, pag. 77.

economica di tutte le condizioni di negoziazione ma in quanto tale non può costituire la misura del capitale economico come definito in precedenza.

FIGURA 1/V: *Le determinanti del prezzo di cessione.*



La pratica, per le ragioni anzidette, perviene ai giudizi di stima utilizzando diversi criteri che possono pesare con intensità diverse le condizioni soggettive ed oggettive in modo da giungere al prezzo di cessione che meglio sintetizza la « visione » delle parti coinvolte nella trattativa.

Al di fuori delle operazioni di cessione, come ad esempio nelle valutazioni in occasione delle operazioni di conferimento (29), di trasformazione (30), di fusione (31) oppure nelle operazioni di collocazione di quote di capitale nei mercati regolamentati (32), il soggetto chiamato a stimare il valore economico dell'impresa ed il relativo capitale netto ha un compito estremamente delicato volto, a seconda dei casi, a garantire i soci di minoranza, il mercato, i terzi in genere, sulla consistenza del valore patrimoniale dell'impresa. Il procedimento di valutazione, in questi casi, privilegia condizioni di valutazione oggettive in modo da pervenire ad un valore « super partes » (33).

(29) Nel caso di conferimenti di beni in natura e di crediti è necessario presentare una relazione giurata di un esperto designato dal presidente del tribunale, contenenti la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti, nonché l'attestazione che il valore attribuito non è inferiore al valore nominale, aumentato dell'eventuale sovrapprezzo.

(30) Nel caso di trasformazione in società aventi personalità giuridica, il codice civile (art. 2498 c.c.) richiede una relazione di stima del patrimonio sociale a norma dell'art. 2343 c.c.

(31) Nel caso di fusione è prevista una relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di concambio come disciplinato dall'art. 2501-*quinquies* c.c.

(32) Il Testo unico sull'intermediazione finanziaria disciplina con gli artt. 113 e ss. Gli obblighi degli emittenti in merito alla redazione di appositi prospetti informativi. Si veda anche il regolamento di attuazione disposto con Delibera CONSOB n. 12475 del 6 aprile 2000 allegato 1B dove sono contenute le informazioni analitiche che i prospetti informativi devono contenere.

(33) Si veda in particolare F. DEZZANI, P. PISONI, L. PUDDU, *Fusioni, scissioni, trasformazioni e*

Anche in questi casi, il perito ha bisogno di metodi di valutazione diversi per definire un'intorno di valore attorno al quale formulare la stima. Per questa ragione la prassi ha via via considerato metodologie per giungere ad esprimere valutazioni che mettessero in luce le composite caratteristiche di gestione delle imprese e la relazione tra esse ed il capitale dell'impresa.

In particolare, in occasione dell'operazione di *conferimento* si può avere l'apporto di una società costituente un'azienda oppure un ramo d'azienda (o area strategica d'affari o business unit).

Il primo tipo di conferimento si riferisce alla totalità od alla parte sostanziale delle attività al netto delle passività che in un dato momento sono di pertinenza di un'impresa operante e che passano ad una società, il cui capitale sociale viene correlativamente aumentato.

Il secondo tipo di conferimento fa riferimento ad uno specifico settore, di solito individuato in modo da corrispondere ad un'attività ben definita e tendenzialmente omogenea. In tale caso si individua non solo un'insieme di attività e di passività interessate all'operazione, ma anche prodotti, tecnologie, mercati, clientela. In tal caso il « ramo » corrisponde ad un'unità omogenea d'affari caratterizzata da una precisa autonomia rispetto ad altre aree d'affari comprese nella stessa impresa dove è possibile valutare l'economicità della gestione in senso proprio. Altre volte il « ramo » scorporato ai fini del conferimento in altre società è assai meno distinguibile rispetto ad altre unità d'affari. Da ciò deriva non solo la difficoltà o l'impossibilità di ricostruire per il passato il conto economico da cui valutare la gestione, ma anche l'incertezza di individuare alcune attività e passività ad esso riferibili. In tal caso il ramo è la costruzione più o meno arbitraria e convenzionale di un'area d'affari con la conseguente attribuzione ad esso di una serie di attività e di passività giudicate appropriate in relazione allo scopo. Alcune volte può accadere che rami d'azienda dotati di autonomia sono modificati nei loro precedenti contenuti. Ciò può avvenire:

- nell'aspetto patrimoniale, aggiungendo o togliendo in sede di formazione dell'apporto alcune attività e passività;
- nell'aspetto della gestione dell'area d'affari, aggiungendo o togliendo prodotti, mercati, clientela, strumenti e conoscenze tecnologiche, personale e così via.

In questi casi le caratteristiche ed i risultati storici del « ramo » d'azienda e « dell'area strategica » interessati da tali variazioni vanno stimate alla luce degli effetti accertati o stimati che ne derivano. Ad esempio: l'aggiunta di debiti finanziari prima inesistenti, da un lato riducono la misura del capitale

netto; e dall'altro genera una serie di oneri finanziari che incidono sulle attese reddituali. Oppure, la sottrazione di alcuni prodotti/mercati può influenzare le aspettative di vendita, generando una serie di conseguenze sull'incidenza dei costi fissi e sulle misure del reddito atteso.

L'operazione di conferimento, alla luce delle attuali disposizioni fiscali, può assumere le seguenti configurazioni (34):

- modello « cessione d'azienda »;
- modello « successione a titolo universale ».

La scelta del modello di conferimento da porre in essere deve essere concordata tra le parti e deve trovare riscontro nella relazione di stima redatta dall'esperto nominato dal Tribunale ai sensi dell'art. 2343 del codice civile. Tale scelta influenza quindi i metodi scelti dall'esperto per addivenire alla valutazione del ramo conferito che potrà rappresentare valori diversi a parità di condizioni sostanziali. Nella *trasformazione* di società di persone in società di capitali, alla perizia valutativa possono essere assegnati due scopi:

a) la ricerca di una conferma di valori contabili espressi, per il netto patrimoniale, nella società di persone, la cui misura così verificata definirà il netto della società trasformata;

b) la determinazione di un valore economico del capitale della società di persone, indipendentemente dalla sua misura contabile: tale risultato potrà corrispondere al netto della società trasformata.

Sotto il profilo tecnico, la valutazione è per diversi aspetti assimilabile all'ipotesi del conferimento.

Nel caso di  *fusione* occorre effettuare una stima particolare dei capitali economici tenendo conto dei seguenti obiettivi:

— nel caso di fusione per incorporazione, occorre determinare il rapporto di cambio tra i valori delle azioni delle società che promuovono l'operazione;

— nel caso di fusione propriamente detta occorre determinare il rapporto tra i valori delle azioni delle società che promuovono l'operazione con le azioni di una società costituenda.

Nel caso di fusione, la valutazione dei capitali economici non interessa come valore assoluto ma come valori da raffrontare gli uni con gli altri per determinare il rapporto di cambio. Anche in questo caso occorre valutare se l'attività contenuta nelle singole società fuse mantiene una autonomia relativa all'interno della società risultante.

Se permane l'autonomia delle società fuse all'interno della società risultante la determinazione del capitale economico considererà esclusivamente i

---

(34) Si veda in particolare *Scritture contabili sul conferimento d'azienda*, Documento a cura del Dipartimento Economia Aziendale dell'Università degli Studi di Torino, in *Il fisco* n. 19/98, pag. 6229.

risultati economici distinti senza cioè considerare l'effetto di eventuali sinergie. Se tale autonomia non sussiste si dovrebbe ragionare sulla formazione di un reddito complessivo che dovrebbe essere poi ripartito con ipotesi ragionevoli tra le società fuse.

La *scissione* di una società appare sotto il profilo dei concambi paragonabile ad una pluralità di fusioni. Rimangono pertanto sostanzialmente validi i principi che reggono la determinazione del concambio nel caso di fusione: valgono le regole dell'autonomia (dei complessi che si scindono), della pluralità dei criteri e della dimostrabilità degli elementi su cui sono fondati. Nel caso di *aumento di capitale* la valutazione del capitale economico persegue le seguenti finalità:

- determinazione il valore del sovrapprezzo, nel caso aumento di capitale sopra la pari;
- esclusione del diritto d'opzione.

Nel primo caso la conoscenza del valore del capitale economico può essere utile per fissare la soglia massima del sovrapprezzo. Al di sopra di tale valore non vi è alcun interesse da parte dell'azionista per sottoscrivere l'aumento del capitale. Per le società quotate, il limite massimo può essere sostituito dal prezzo corrente, così che ulteriori stime non sono necessarie.

La valutazione per escludere il diritto d'opzione è più complessa. Quando tale rinuncia viene imposta agli azionisti, per qualsiasi ragione, l'aumento di capitale deve avvenire in « linea » con il capitale economico per evitare fenomeni di « annacquamento ». Non è sufficiente il riferimento al capitale netto contabile, in quanto tale grandezza non ha alcuna relazione con il capitale economico.