



La valutazione di azienda con il metodo reddituale.

a cura del Prof. Fabio Banderali

(docente di discipline economiche e praticante commercialista in Lodi)

*“Ciascuno di noi è, in verità,
un’immagine del Grande
Gabbiano, un’infinita idea di
libertà, senza limiti”.*

R. Bach

Vai al sito: <http://www.misterfisco.it> o al sommario <http://www.misterfisco.it/saggi/saggi.asp>

© Misterfisco 2001 - 2006. Tutti i diritti sono riservati, è vietata anche la riproduzione parziale

1. IL METODO REDDITUALE: CARATTERISTICHE GENERALI.

1.1 Fra i vari metodi di valutazione di azienda¹ sicuramente un ruolo di rilievo, sia per diffusione che per supporto teorico, è rivestito dal metodo reddituale.

Tale metodo rientra nei cd. "metodi dei flussi", che consistono, per l'appunto, nell'attualizzazione di flussi che possono essere finanziari o reddituali. La filosofia di tale metodologia è sintetizzata dalla seguente formula di carattere generale:

$$W = \sum_i F_i \cdot v_i$$

dove:

W = è il valore dell'azienda che si vuole valutare

F_i = è il flusso, finanziario o reddituale

v_i = è il fattore di attualizzazione di ciascun flusso

Pertanto, in tale approccio, il valore del capitale economico dell'azienda appare misurato come somma di tutti i flussi futuri, attualizzati al momento della valutazione. Nel seguito si discuterà l'opportunità di utilizzare i flussi reddituali piuttosto che quelli finanziari, rinviando ad una trattazione futura questo ultimo caso.

1.2 Le ragioni che portano alla scelta di utilizzare flussi di reddito per valutare il capitale economico sono numerose e già diffuse nella teoria aziendale da tempo. Gino Zappa, a metà del secolo scorso, affermava infatti che "il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri". È quindi evidente che, per il celebre economista, il capitale varia al variare dei redditi futuri e del tasso di interesse scelto per l'attualizzazione degli stessi. Come dire che il reddito è il "valore originario" e il capitale quello "derivato".

Vi è inoltre un'altra importante ragione a supportare dell'utilizzo del metodo reddituale. Il reddito è infatti considerato un importante indicatore della performance aziendale, che soprattutto nel breve – medio periodo appare strettamente legato ai risultati della gestione. Viceversa i flussi di cassa appaiono come risultati solo apparenti, di difficile interpretazione; lo stesso legislatore, ex. art. 2423-bis C.c., introduce nel nostro

¹ Per un'introduzione al problema della valutazione d'azienda si veda F. BANDERALI (2006), *La valutazione di azienda con il metodo patrimoniale complesso*, pubblicato in www.misterfisco.it

ordinamento un principio di competenza economica e non di competenza di cassa, considerato poco significativo ed ambiguo. Utilizzando un'espressione di Guatri,² si può quindi affermare che i flussi di reddito esprimono il risultato prodotto, mentre i flussi di cassa esprimono la liquidità liberata.

1.3 Premesse le ragioni che portano all'utilizzo de metodo reddituale, è necessario passare dalla formula generale del metodo dei flussi alla formula particolare dei flussi economici (appunto il metodo reddituale):

$$W = R a_{n-i}$$

dove:

W =Valore dell'azienda che si vuole valutare

R = Reddito medio prospettico, ovvero il reddito che si presume razionalmente di conseguire nei prossimi esercizi

n = Orizzonte temporale, ovvero il numero di anni futuri che si vuole considerare per valutare l'azienda

i = Tasso di attualizzazione

Qualora si volesse considerare un orizzonte temporale illimitato, la formula verrebbe riscritta nel seguente modo:

$$W = R / i$$

Il capitale economico coincide quindi con il valore attuale di una rendita perpetua, la cui rata è rappresentata dal reddito medio prospettico.

1.4 Per la corretta applicazione del metodo patrimoniale si rende necessario:

- Quantificare il reddito medio prospettico, considerando sia le nuove strategie programmate dall'azienda nei piani pluriennali, sia i risultati storici evidenziati nei bilanci degli esercizi precedenti.
- Individuare un orizzonte temporale congruo.
- Scegliere un tasso di attualizzazione che rispecchi sia la congiuntura economica sia ii rischi affrontati dall'azienda.

² L. GUATRI (1996), *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende*, Milano, Ed. EGEA.

1.5 Prima di passare all'analisi di tali variabili, fondamentali per una razionale applicazione del metodo reddituale, è solo il caso di accennare le principali fattispecie di utilizzo. Essenzialmente i casi che richiedono il ricorso a tale metodologia sono:

- situazioni in cui è possibile costruire previsioni attendibili sui flussi futuri;
- aziende in cui gli elementi patrimoniali hanno scarsa rilevanza;
- conferimenti / cessioni di rami d'azienda con oggetto principale la cessione di elementi immateriali, quali contratti, Know – how e forza lavoro;
- acquisizioni e joint – venture.

2. IL REDDITO MEDIO PROSPETTICO.

2.1 Il primo passo per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico, che non necessariamente coincide con l'utile di bilancio. Anzi nella quasi totalità dei casi diverge significativamente da quest'ultimo, che ne rappresenta comunque il punto di partenza per il calcolo. Il reddito di bilancio deve essere dapprima "normalizzato" e successivamente integrato con i valori contabili non espressi, infine, se opportuno, riespresso a valori correnti per depurarlo degli effetti dell'inflazione. Il valore così determinato prende il nome di Risultato Economico Integrato (nel seguito REI).

2.2 Ai fini della normalizzazione del reddito si deve tenere conto di diversi elementi, quali i componenti straordinari di reddito e quelli estranei alla gestione caratteristica, i costi latenti e ogni altro elemento che possa inficiare la significatività del REI (prima fra tutti la presenza di contratti di leasing in essere). Infine è necessario rideterminare il carico fiscale sul reddito normalizzato così determinato.

Al fine di chiarire la procedura da seguire si riporta nel seguito una tabella, che potrebbe essere utilmente implementata in un foglio di calcolo, per la normalizzazione del reddito.

		<i>VALORI</i>
1	Risultato lordo dell'esercizio	Così come emerge dal bilancio di esercizio
2		
3	Normalizzazione dei componenti straordinari	
4	+ oneri straordinari	Voce E) 21) del Conto Economico
5	- proventi straordinari	Voce E) 29) del Conto Economico
6	+/- valor medio componenti straordinari	
7		4 – 5 ± 6
8		
9	Inserimento costi latenti	
10	- remunerazione manageriale	
11	- fitti figurativi	
12	- Interessi di computo	
13		- (10 + 11 + 12)
14		
15	Altri correttivi per la normalizzazione	
16	+/- normalizzazione di componenti di reddito estranei alla gestione	
17	+/- per canoni di leasing	
18	...	
19		± 16 ± 17 ± ...
20		
21	REDDITO LORDO NORMALIZZATO	1 ± 7 ± 13 ± 18
22		
23	Correttivi fiscali	
24		
25	REDDITO NETTO NORMALIZZATO	21 - 23

Nel seguito si esamineranno i singoli elementi del processo di normalizzazione del reddito.

RISULTATO LORDO D'ESERCIZIO

È il punto di partenza del processo di normalizzazione e coincide con il "Risultato prima delle imposte" determinato nel Conto Economico. Si utilizza il risultato lordo in luogo di quello netto, in quanto le imposte andranno ricalcolate dopo la normalizzazione dei vari componenti di reddito.

NORMALIZZAZIONE DEI COMPONENTI STRAORDINARI DI REDDITO

Per componenti straordinari di reddito si intendono quei valori che affluiscono nella macrovoce E) del Conto Economico; si tratta quindi di plusvalenze e minusvalenze straordinarie (derivanti ad esempio dall’alienazione di beni non strumentali), insussistenze straordinarie (es. sanzioni imposte in sede di contenzioso dal fisco, dismissione involontaria di cespiti, quali il caso di furti o incendi), sopravvenienze straordinarie (es. ottenimento di rimborsi da assicurazioni).

La procedura di normalizzazione è finalizzata non tanto alla semplicistica eliminazione di tali componenti, quanto alla loro sostituzione con valori medi tenuto conto del trend storico di detti elementi. Si vuole così evitare che alcuni esercizi risultino esaltati nei loro risultati e altri depressi a causa di un irregolare manifestarsi di tali valori.

Esempio

Un’azienda presenta il seguente trend del saldo dei componenti straordinari di reddito:

Anno N-4	Anno N-3	Anno N-2	Anno N-1	Anno N
10.000	15.000	-20.000	-15.000	40.000

Per normalizzare il reddito dell’anno N è necessario innanzitutto calcolare il valor medio (determinato come media aritmetica semplice) dei componenti straordinari di reddito:

$$VM = \frac{10.000 + 15.000 - 20.000 - 15.000 + 40.000}{5} = 6.000$$

Per la normalizzazione del reddito riguardante i componenti straordinari si procederebbe quindi in questo modo:

Reddito lordo d’esercizio	
- Saldo macrovoce E)	- 40.000	eliminazione influenza voce E)
+ Valor Medio	<u>+ 6.000</u>	sostituzione con il valor medio
Reddito normalizzato	

INSERIMENTO COSTI LATENTI

È necessario stimare eventuali costi latenti connessi all’attività e alla struttura dell’azienda; in particolare le voci da prendere in considerazione sono essenzialmente tre:

- lo *stipendio direzionale*, inteso come la mancata o inadeguata retribuzione dell’imprenditore o di chi comunque esercita la funzione manageriale;
- i *fitti figurativi* degli immobili utilizzati nella gestione caratteristica, intesi come il mancato conseguimento dei ricavi che si sarebbero ottenuti se si fossero concessi in locazione tali fabbricati;
- gli *interessi di computo* sul capitale investito nella azienda, intesi come il mancato percepimento di remunerazione del capitale che sarebbe potuto essere impiegato in un investimento finanziario alternativo.

ALTRI CORRETTIVI PER LA NORMALIZZAZIONE

In questa fattispecie possono rientrare numerose categorie di valori da considerare in sede di normalizzazione del reddito, tuttavia ci limiteremo qui ad analizzarne solamente le principali.

La prima riguarda l'eliminazione di componenti estranei alla gestione derivanti dall'utilizzo di beni considerati "estranei" all'attività tipica e / o da eventi che non possono essere fatti rientrare nella gestione caratteristica. In questo caso la normalizzazione, così come visto per i componenti straordinari di reddito, consiste nella sostituzione a questi elementi con un valore medio, identificabile con il flusso di reddito che questi genererebbero in condizioni normali di mercato.

Un secondo caso, non infrequente, attiene ai contratti di leasing quando questi vengono contabilizzati con il metodo patrimoniale, anziché con il metodo finanziario (che presto diverrà la consuetudine in seguito al recepimento dello IAS 17). Secondo tale approccio i canoni vengono iscritti per il loro intero ammontare in conto economico, mentre in stato patrimoniale vengono inseriti semplicemente conti di memoria "sotto la riga". Nel processo di normalizzazione del reddito si deve optare invece per l'ottica del metodo finanziario, che vedrebbe l'iscrizione in stato patrimoniale nell'attivo del valore del bene oggetto in locazione e nel passivo dei canoni ancora da pagare (come debito verso la società di leasing); in conto economico andrebbero invece gli ammortamenti calcolati sul valore del cespite ed eventualmente la componente finanziaria dei canoni (macrovoce C) Proventi e oneri finanziari). In sede di normalizzazione è necessario calcolare una rettifica come differenza fra il costo del canone di leasing e l'ammortamento che si verrebbe a calcolare sul bene in leasing.

Infine sono da verificare anche tutti gli elementi inseriti in bilancio come valori stimati o semplicemente congetturati, quali ammortamenti, svalutazione e accantonamenti a fondi rischi – oneri futuri.

CORRETTIVI FISCALI

Infine, dopo aver determinato tutte le precedenti rettifiche di normalizzazione, occorre correggere il carico fiscale, che comunque sia è da considerarsi come una stima, in quanto le imposte pagate in un esercizio non coincidono mai con le imposte effettivamente

maturate. Le norme tributarie prevedono infatti la possibilità di determinare imposte anticipate e /o differite, che alterano il carico tributario effettivo dell'esercizio.

3. L'ORIZZONTE TEMPORALE.

3.1 Ai fini dell'applicazione del metodo reddituale è necessario decidere se considerare un orizzonte temporale finito oppure illimitato. Nella prima ipotesi, come già scritto nel § 1) la formula da utilizzare è

$$W = R a_{n-i}$$

mentre nella seconda

$$W = R / i$$

Si tratta ora di discutere quale delle due formule sia più opportuno utilizzare e in quali casi.

3.2 La teoria aziendale, e in minor misura anche la prassi professionale, è orientata alla maggior applicazione della formula della rendita perpetua e quindi a considerare un orizzonte temporale illimitato. Le ragioni di tale scelta sono di carattere economico e matematico.

Quelle di carattere economico risiedono nella considerazione che l'azienda sia un'istituzione destinata a perdurare nel tempo, lo stesso legislatore all'art. 2423-bis C.c. prevede il cd. principio di continuità, e quindi sia necessario considerare un orizzonte temporale illimitato.

Le ragioni di carattere matematico evidenziano che per un numero "n" di anni sufficientemente elevato (25 – 30, a secondo del tasso applicato), la differenza fra i risultati delle due formule è del tutto trascurabile.

3.3 Tuttavia talvolta può essere necessario il ricorso ad un orizzonte temporale limitato (comunque con un numero di anni non inferiore a cinque), quando, considerato il ciclo di vita dei prodotti, le tecnologie disponibili e il settore di riferimento, sia razionale aspettarsi che l'azienda cessi di esistere entro un determinato numero di anni (che diverrebbe l'"n" da considerare). È il caso, ad esempio, di società costituite per svolgere un determinato progetto e destinati a sciogliersi appena conclusolo (si pensi a società / cantiere create appositamente per la costruzione di una delle tratta ad alta velocità).

4. IL TASSO DI ATTUALIZZAZIONE.

4.1 L'ultimo elemento da prendere in considerazione per l'applicazione del metodo reddituale è il tasso di attualizzazione. Si tratta certamente dell'elemento di più complessa determinazione, anche per i diversi significati di cui è sintesi. In particolare si riportano le seguenti osservazioni:

- Ha la funzione di attualizzare i flussi economici presunti futuri, pertanto maggiore è il suo valore, minore sarà il valore attuale di tali flussi. Se i redditi futuri fossero particolarmente incerti sarebbe opportuno utilizzare un tasso piuttosto elevato, che diminuisse l'incidenza dei flussi più lontani nel tempo e quindi più incerti.
- Deve essere espressione del rischio di impresa, ovvero della possibilità che non vengano effettivamente conseguiti i redditi presunti che si stanno attualizzando; maggiore sarà il rischio, più elevato dovrà risultare il tasso scelto.
- Deve sintetizzare l'andamento del mercato in cui opera l'azienda che si intende valutare, in particolare potranno essere presi in riferimento i principali indici di redditività settoriali.
- Affinché si tratti di un tasso effettivamente reale, e non solo monetario, deve essere corretto dell'effetto inflazione: in periodi di forte aumento dei prezzi dovrà essere caricato di un maggior spread richiesto da tale fenomeno.

4.2 La dottrina aziendale ha individuato due criteri per la determinazione del tasso di attualizzazione: il criterio del tasso opportunità e il criterio del costo del capitale. Con il primo criterio, il tasso di attualizzazione è sintesi del rendimento di investimenti alternativi con lo stesso grado di rischio dell'azienda che si sta valutando; ci si pone pertanto nell'ottica dell'investitore che deve individuare l'investimento più redditizio. È pertanto fondamentale l'omogeneizzazione dei rischi: se ci fossero investimenti con gradi di rischio diversi, andrebbero applicati tassi di attualizzazione diversi.

Il criterio del costo capitale individua invece un tasso di attualizzazione che rappresenta il costo del capitale proprio o l'ipotetico costo medio ponderato dei capitali impiegati nell'azienda (sia a titolo di capitale proprio, sia a titolo di capitale di terzi).

Nel presente saggio ci si occuperà esclusivamente del criterio del tasso opportunità, rinviando la trattazione del secondo criterio ad un saggio successivo sul metodo finanziario, contesto originario in cui nasce tale criterio.

4.3 La teoria aziendale individua generalmente tre componenti fondamentali del tasso opportunità (detto anche tasso equivalente) indicate nella seguente formula:

$$i = i^* + r + l$$

dove:

i = tasso di attualizzazione del reddito medio prospettico

i^* = tasso di rendimento di investimenti alternativi con rischio nullo, si tratta cioè della semplice remunerazione del capitale ottenuto in prestito

r = rischio dell'azienda di non conseguire i redditi presunti futuri

l = minor liquidità dell'investimento nel capitale dell'azienda, rispetto ad investimenti alternativi

La prima componente, " i^* ", rappresenta quindi il tasso di rendimento interno (il cd. TIR) di un investimento a rischio zero: si tratta pertanto del tasso di remunerazione di un capitale concesso in prestito e la cui restituzione è praticamente certa. Per tali ragioni è spesso approssimato con il tasso di rendimento dei titoli di stato (BTP se si prende in considerazione un arco di riferimento medio – lungo, BOT se viceversa si considera un periodo massimo di 12 mesi).

La seconda componente, " r ", è sicuramente di difficile determinazione oggettiva e di facilmente criticabile dal punto di vista della quantificazione. Esprime infatti il premio di rischio legato all'azienda che si sta valutando, considerando tutte le variabili della gestione: rischio di impresa legato alla perdita di fornitori o clienti, insolvenza, congiuntura economica negativa, modificazione in senso sfavorevole della legislazione, crisi del settore in cui si opera, ... Il compito del perito che effettua la stima non sarà tanto quello di arrivare ad una determinazione puntuale di tale premio di rischio, quanto la presentazione di accurate giustificazioni delle scelte fatte per la sua individuazione (è evidente l'importanza di utilizzare fonti autorevoli).

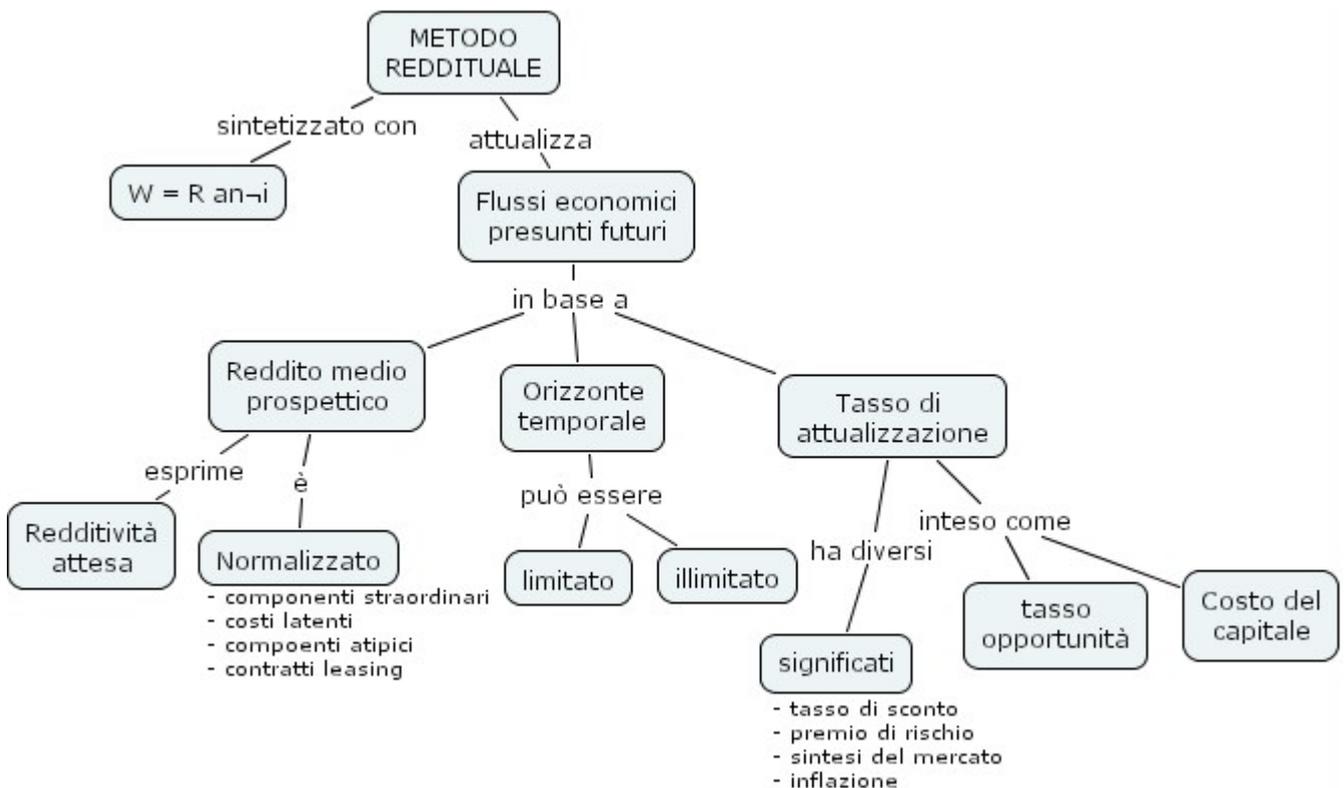
Infine la terza componente, " l ", considera il fatto che in genere i titoli di stato, il cui rendimento si è preso in considerazione per la determinazione della prima componente, abbiano una liquidità maggiore del capitale investito nell'azienda; pertanto si dovrà

ulteriormente aumentare il tasso di attualizzazione in considerazione del periodo di tempo che richiederà quest'ultimo per diventare liquido.

5. UNA SINTESI.

5.1 Prima di procedere ad un'esemplificazione riguardo l'utilizzo del metodo reddituale, appare utile una sintesi di quanto esposto nella pagine precedenti attraverso una mappa concettuale.

Per leggere la mappa è sufficiente comporre delle frasi unendo fra loro le parole scritte nei riquadri, intervallate dalle parole scritte fra le linee che uniscono i riquadri stessi.



6. UN'APPLICAZIONE DEL METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

6.1 Si ipotizzi di dover redigere la perizia di stima di un'impresa a carattere familiare specializzata nella produzione di cinture di alta qualità. Il metodo di valutazione applicato sarà quello reddituale in quanto:

- gli elementi materiali sono di scarso rilievo: il valore degli impianti è piuttosto contenuto;
- è possibile effettuare una stima ragionevole dei flussi di reddito futuri;
- le variabili strategiche che hanno permesso il raggiungimento dell'attuale vantaggio competitivo sono elementi immateriali legati alla competenza del titolare: fantasia, manualità nel taglio, passione per la moda, capacità di rispondere ai gusti dei potenziali clienti, ...

6.2 Il primo passaggio per l'applicazione del metodo reddituale consiste nella determinazione del reddito medio prospettico da attualizzare. A tal fine si ipotizza che la normalizzazione dei risultati d'esercizio degli ultimi cinque anni abbia prodotto le seguenti rilevanzze contabili:

	N1	N2	N3	N4	N5
Reddito lordo normalizzato	175.000	300.000	280.000	390.000	520.000
Imposte stimate	50.000	90.000	85.000	115.000	150.000
Reddito netto normalizzato	125.000	210.000	195.000	275.000	370.000

Pertanto si utilizzerà come reddito medio prospettico il reddito netto normalizzato medio del periodo di riferimento:

$$\frac{125.000 + 210.000 + 195.000 + 275.000 + 370.000}{5} = 235.000$$

6.3 Il secondo passaggio prevede l'individuazione dell'orizzonte temporale di riferimento su cui facciamo due diverse ipotesi. La prima consiste, in ossequio al principio della continuità aziendale, nella scelta di un orizzonte temporale infinito. La seconda ipotesi è quella di considerare un orizzonte temporale di 10 anni, ovvero il periodo di

tempo previsto in cui il titolare rimarrà ancora nell'azienda prima di cedere l'attività ai propri figli.

6.4 Infine l'ultimo passaggio attiene alla scelta del tasso di interesse di attualizzazione, per il quale si avanzano le seguenti considerazioni:

Tasso free risk su un paniere di titoli di stato a 10 anni	5,00 %
+ Premio di rischio	7,50 %
- Tasso di inflazione	<u>2,50 %</u>
TASSO DI ATTUALIZZAZIONE	10,0 %

6.5 A questo punto si possiedono tutte le variabili necessarie alla stima del capitale economico dell'azienda.

Nell'ipotesi di un orizzonte temporale illimitato si avrà:

$$W = R / i = 235.000 / 10\% = 2.350.000$$

Nell'ipotesi di un orizzonte temporale di dieci anni si avrà invece:

$$W = R a_{n|i} = 235.000 a_{10|10\%} = 1.443.973$$

Pertanto il perito potrebbe concludere la propria relazione con un valore di stima compreso fra i due valori sopradeterminati, in base alle diverse ipotesi sulla attività di gestione futura.