

Marco Realdon

**FORMULE
PER LA VALUTAZIONE
D'AZIENDA**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



I lettori che desiderano essere informati sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “informazioni” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a: “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

Marco Realdon

**FORMULE
PER LA VALUTAZIONE
D'AZIENDA**

FrancoAngeli

Copyright © 2014 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Contents

Introduzione	XI
1 Analisi di bilancio	1
1.1 Gestione operativa e finanziaria	1
1.1.1 Rendiconto finanziario riclassificato	1
1.1.2 Stato patrimoniale riclassificato	2
1.1.3 Conto economico riclassificato	3
1.1.4 Articolazione delle variabili di stock e flusso	4
1.1.5 Sintesi del bilancio riclassificato	7
1.2 Le variazioni di capitale netto	7
1.3 Analisi della redditività	8
1.3.1 Primo livello di analisi	8
1.3.2 Secondo livello di analisi	9
1.3.3 Terzo livello di analisi: il costo delle passività finanziarie nette	10
2 Valutazione dell'equity	11
2.1 Dividend discount valuation	11
2.2 Teorema	12
2.2.1 Il valore terminale dell'equity	13
2.3 Residual earnings (<i>RE</i>) valuation	14
2.3.1 <i>RE</i> valuation e' equivalente a dividend discount valuation	14
2.3.2 Residual earnings valuation: un commento	15
2.3.3 I drivers dei redditi residui	16
2.3.4 Combinando <i>RE</i> valuation con dividend discount valuation	16
2.3.5 Residual earnings valuation non dipende da dividendi, au- menti o riduzioni di capitale	17
2.3.6 Reverse engineering di <i>RE</i> valuation	17
2.4 Abnormal earnings growth (<i>AEG</i>) valuation	18
2.4.1 Abnormal earnings growth valuation: un commento	19
2.4.2 <i>AEG</i> valuation e' equivalente a <i>RE</i> valuation	19
2.5 Il metodo reddituale per valutare l'equity	19
2.6 Principio di conservazione del valore	21
2.6.1 Principio di conservazione del valore e <i>RE</i> valuation: un esempio	21
2.6.2 Le politiche contabili non alterano la valutazione se non alterano i flussi di cassa.	22
2.6.3 Orizzonte di previsione	22

2.6.4	Il metodo reddituale puro non rispetta il principio di conservazione del valore	23
2.7	Il "metodo misto" per valutare l'equity	23
2.8	Conclusione	24
3	Valutazione dell'impresa	25
3.1	Discounted free cash flow (DCF) valuation	25
3.2	Residual operating income (<i>ReOI</i>) valuation	27
3.3	DCF valuation e <i>ReOI</i> valuation	27
3.3.1	Combinando <i>ReOI</i> valuation con DCF valuation	28
3.4	Il "metodo misto" per valutare l'impresa	29
3.5	Valutazione delle passività finanziarie nette (<i>pf_n</i>)	29
3.6	<i>AOIG</i> valuation	31
3.7	<i>AOIG</i> valuation e <i>ReOI</i> valuation	32
3.8	Valutazione secondo l'utile operativo scontato	32
3.9	I costi del capitale nelle valutazioni	33
3.9.1	Speculazione e costi del capitale	34
3.9.2	Leverage e valutazione dell'equity	34
3.10	Equivalenza dei metodi di valutazione	35
3.10.1	Equivalenza di <i>RE</i> valuation, <i>ReOI</i> valuation e <i>Res_{fn}</i> valuation	35
3.10.2	Equivalenza di <i>RE</i> valuation e <i>ReOI</i> valuation: numericamente	36
3.10.3	Leverage e <i>RE</i> valuation di una singola azione: numericamente	37
3.10.4	Equivalenza di discounted dividend valuation e DCF valuation	37
3.11	WACC ed Adjusted Present Value (APV)	38
3.11.1	WACC e DCF valuation	40
3.11.2	APV e DCF valuation	40
3.11.3	WACC e <i>ReOI</i> valuation	41
3.11.4	APV e <i>ReOI</i> valuation	41
3.11.5	APV ed i costi del capitale	42
3.12	Previsioni semplici per la valutazione	43
3.12.1	Previsione semplice alternativa	43
3.13	Previsioni dettagliate per la valutazione	44
3.13.1	<i>ReOI</i> valuation: un commento	45
3.13.2	<i>ReOI</i> valuation e modelli parametrici	45
3.14	Principio di conservazione del valore asset side	49
3.15	La qualita' dell'utile passato e gli utili futuri	50
4	Costo del capitale	51
4.1	CAPM	52
4.1.1	Beta misura il solo rischio sistematico	52
4.1.2	Costo del capitale per l'impresa e per l'equity	53
4.2	Equivalente certo	54
4.3	Equivalente incerto	54
4.4	Rischio fondamentale, di prezzo, di liquidita'	55
4.4.1	Rischio fondamentale	55
4.4.2	Rischio di prezzo o di "inefficienza del mercato"	55

4.4.3	Rischio di liquidita'	55
4.5	Reverse engineering e rendimento atteso	56
4.6	Il costo opportunita' del capitale	57
5	Valutazione e tassazione dei soci	59
5.1	La letteratura internazionale su imposte e valutazione	59
5.2	Bilancio riclassificato ed imposte dirette	60
5.3	Tassazione e valutazione	61
5.3.1	Simboli ed ipotesi	61
5.3.2	Effetti della tassazione	62
5.3.3	Diminuzione di rendimento (caso a) ed equivalente certo	63
5.3.4	Diminuzione di valore (caso b) ed equivalente certo	66
5.3.5	Diminuzione di rendimento (caso a)	66
5.3.6	Diminuzione di valore (caso b)	68
5.4	Calcolo semplificato di IRES ed IRAP	69
5.5	Simulazione	71
5.6	Conclusione	74

Prefazione

Questo scritto analizza le formule per valutare aziende e quote di partecipazione in società. Questo scritto è per professionisti ed accademici e tratta solo modelli di valutazione basati su flussi, quindi esclude i metodi patrimoniali, anche se perfettamente validi. I capitoli finali studiano come le imposte sul reddito d'impresa, sui dividendi e sui capital gains entrano nelle formule di valutazione.

Introduzione

Questo scritto presenta i seguenti modelli di valutazione accreditati nella letteratura internazionale:

- discounted dividend valuation, i.e. modello dei dividendi scontati;
- discounted free cash flow (DCF) valuation, i.e. modello dei flussi di cassa scontati;
- residual earnings (*RE*) valuation, i.e. modello dell'utile residuo;
- abnormal earnings growth (*AE*G) valuation, i.e. modello della crescita anormale dell'utile;
- residual operating income (*Re*OI) valuation, i.e. modello dell'utile operativo residuo;
- abnormal operating income growth valuation (*AO*IG), i.e. modello della crescita anormale dell'utile operativo.

RE valuation e *Re*OI valuation sono casi particolari del "metodo misto" diffuso in Europa continentale. *AE*G valuation ed *AO*IG valuation ad oggi sembrano le versioni piu' accreditate dei metodi reddituali.

Le idee centrali dietro la matematica di questo scritto sono che tutti questi modelli ed il metodo misto:

- sono matematicamente lo stesso modello presentato con formule diverse;
- danno una valutazione che non dipende da politiche e stime contabili, anche quando formalmente si basano su dati contabili, allo stesso modo in cui i flussi di cassa non dipendono da politiche e stime contabili.

Quindi detti modelli ed il metodo misto soddisfano il principio di conservazione del valore, secondo il quale il risultato della valutazione non deve dipendere da politiche e stime contabili che non alterano i flussi di cassa. Infatti politiche o stime contabili (e.g. FIFO o media ponderata per valutare le rimanenze, ammortamento a quote costanti o decrescenti, stima piu' o meno prudente delle perdite su crediti attese) "spostano" l'utile da un esercizio all'altro, ma non generano valore se non alterano i flussi di cassa.

Chapter 1

Analisi di bilancio

Questo capitolo presenta l'analisi di bilancio che e' la base per prevedere i bilanci futuri necessari per le valutazioni.

1.1 Gestione operativa e finanziaria

La riclassificazione del bilancio distingue la gestione operativa (che genera o distrugge valore) dalla gestione finanziaria (che di solito non genera/distrugge molto valore nelle aziende non bancarie/finanziarie, anche se eccezioni sono possibili). Quindi la riclassificazione del bilancio separa:

- i flussi di cassa della gestione finanziaria da quelli della gestione operativa;
- le attivita' e passivita' della gestione finanziaria da quelle della gestione operativa;
- i ricavi e costi della gestione operativa da quelli della gestione finanziaria.

1.1.1 Rendiconto finanziario riclassificato

Secondo il rendiconto finanziario riclassificato

$$C - I = d + F.$$

C ed I sono i flussi di cassa della gestione operativa, mentre d ed F sono i flussi di cassa della gestione finanziaria. In particolare:

- C = entrate meno uscite di cassa delle gestione operativa;
- I = flusso di cassa per investimenti in attivita' fisse (immobilizzazioni) operative - flusso di cassa per disinvestimenti di attivita' fisse (immobilizzazioni) operative;
- $C - I$ = "free cash flow"; questo e' il flusso di cassa della gestione operativa che e' "libero" per essere distribuito alla gestione finanziaria;
- d = dividendi netti o flusso di cassa netto fra societa' ed azionisti;
- F = flusso di cassa netto della gestione finanziaria.

Quindi il rendiconto finanziario riclassificato si presenta come segue

Flusso di cassa netto della gestione operativa	C
Flusso per investimenti meno disinvestimenti di immobilizzazioni operative	I
Free cash flow = $C - I$	
Flusso di cassa per dividendi pagati e riacquisto di azioni proprie	1)
Flusso di cassa dalla emissione di nuove azioni	2)
Flusso di cassa netto fra impresa ed azionisti	d
Incremento di disponibilita' liquide	3)
Incasso di interessi attivi (al netto dell'IRES sugli interessi)	4)
Restituzioni di capitali presi a prestito (restituzioni meno nuovi prestiti)	5)
Pagamento di interessi passivi (al netto dell'IRES)	6)
Flusso di cassa da gestione finanziaria esclusi i flussi con azionisti	F
Totale dei flussi di cassa della gestione finanziaria = $d + F$	

dove $d = 1) - 2)$ e $F = 3) - 4) + 5) + 6)$.

1.1.2 Stato patrimoniale riclassificato

Lo stato patrimoniale riclassificato separa le attivita' e passivita' operative (i.e. della gestione operativa) dalle attivita' finanziarie e passivita' finanziarie (i.e. della gestione finanziaria) come segue:

Attivita' operative	ao	Passivita' operative	po
Attivita' finanziarie	af	Passivita' finanziarie	pf
		Capitale netto	cn
Totale attivita'	$ao + af$	Totale passivita' e netto	$po + pf + cn$.

Le attivita' finanziarie sono: la cassa, gli investimenti in depositi bancari, certificati di deposito emessi da banche, titoli di debito con breve durata residua e di alto merito creditizio come obbligazioni o commercial paper, altri investimenti di liquidita' in eccesso. Le attivita' operative sono tutte le altre attivita'.

Le passivita' finanziarie sono i prestiti bancari, commercial papers emesse, obbligazioni, debiti per leasing finanziario ed azioni privilegiate. Le passivita' operative sono tutte le altre passivita'. Quindi secondo lo stato patrimoniale riclassificato

$$ao + af = po + pf + cn$$

che possiamo riscrivere come

$$aon = pfn + cn \quad (1.1)$$

$$aon = ao - po$$

$$pfn = pf - af.$$

aon significa "attivita' operative nette" e pfn "passivita' finanziarie nette". Se $pfn < 0$, segue che

$$aon + afn = cn \quad (1.2)$$

$$afn = -pfn.$$

afn significa "attivita' finanziarie nette".

1.1.3 Conto economico riclassificato

Il conto economico riclassificato deve dare l'utile netto, dato dalla differenza fra tutti i ricavi e tutti i costi, e deve separare ricavi e costi operativi dai ricavi e costi finanziari:

- ricavi e costi finanziari sono generati dalla gestione finanziaria e la loro differenza da l'utile finanziario netto ufn o la spesa finanziaria netta sf_n ; si noti che $-sf_n = ufn$;

- i ricavi ed i costi operativi nsono tutti gli altri e la loro differenza da l'utile operativo uo (operating income); la gestione operativa genera ricavi e costi operativi e usa/genera attivita' e passivita' operative.

uo e' il reddito operativo complessivo e sf_n e' il spesa finanziaria netta complessiva. Quindi il conto economico riclassificato e'

Ricavi operativi	ro
Costi operativi	co
Utile operativo	$uo = ro - co$
Spesa finanziaria	sf
Ricavi finanziari	rf
Spesa finanziaria netta	$sf_n = sf - rf$
Utile netto	$un = uo - sf_n$.

Se $sf_n < 0$, allora $un = uo + ufn$.

IRES

Si noti che uo e' "al netto dell'IRES" come pure ufn o sf_n . Quindi dobbiamo allocare il costo per IRES che appare nel conto economico pubblicato in parte a uo ed in parte a ufn o sf_n . A tal fine proseguiamo cosi':

- poiche' sf_n^* e' la spesa finanziaria netta deducibile dall'imponibile, sf_n^* genera un risparmio d'imposta di

$$sf_n^* \cdot \tau$$

dove τ e' l'aliquota IRES (27,5% ipotizzando che gli interessi passivi siano totalmente deducibili nell'esercizio); quindi

$$sf_n = sf_n^* \cdot (1 - \tau) \quad (1.3)$$

poiche' sf_n e' "al netto delle imposte";

- poiche' uo e' "al netto delle imposte", nel calcolo di uo deduciamo tutto il costo per l'IRES a conto economico pubblicato (come se l'IRES fosse interamente un costo operativo) e deduciamo pure il risparmio fiscale ($sf_n^* \cdot \tau$), in modo che

$$\begin{aligned} uo &= uo^* & (1.4) \\ &- IRES \text{ come da conto economico pubblicato} \\ &- sf_n^* \cdot \tau. \end{aligned}$$

Si noti che $sf_n = -ufn$ e $sf_n^* = -ufn^*$. Quindi, quando $sf_n < 0$, $ufn > 0$ e poiche' ufn e' pure "dopo le imposte" ne segue che

$$ufn = ufn^* \cdot (1 - \tau) \quad (1.5)$$

e

$$\begin{aligned}
 uo &= uo^* & (1.6) \\
 &- IRES \text{ come da conto economico pubblicato} \\
 &+ ufn^* \cdot \tau.
 \end{aligned}$$

L'IRAP (Imposta Regionale sulle Attivita' Produttive) corrente, anticipata o differita puo' essere interamente attribuita alla gestione operativa.

1.1.4 Articolazione delle variabili di stock e flusso

Per essere piu' precisi, ora aggiungiamo il simbolo t per la variabile tempo. Per esempio $C_t - I_t$ il the free cash flow prodotto dall'impresa nell'anno $[t - 1, t]^1$. Nei bilanci riclassificati abbiamo le seguenti identita' contabili

$$uo_t - \Delta aon_t = C_t - I_t \quad (1.8)$$

$$C_t - I_t = \Delta afn_t - ufn_t + d_t, \text{ se } afn_t > 0 \quad (1.9)$$

$$C_t - I_t = -\Delta pfn_t + sfn_t + d_t, \text{ se } pfn_t > 0 \quad (1.10)$$

dove i simboli sono gli stessi di prima:

- ro = ricavi operativi;
- co = costi operativi;
- uo = utile operativo;
- Δ indica una variazione, per esempio $\Delta aon_t = aon_t - aon_{t-1}$;
- aon = attivita' operative nette;
- C = flusso di cassa operativo netto;
- I = investimento di cassa operativo netto;
- F = flusso di cassa netto fra societa' e creditori finanziari e debitori finanziari;
- d = flusso di cassa netto fra societa' ed azionisti;
- afn = attivita' finanziarie nette;
- ufn = utile finanziario netto;
- pfn = posizione finanziaria netta;

¹Si noti che la variazione durante $[t - 1, t]$ nell'ammontare di cassa detenuto dall'impresa e'

$$\begin{aligned}
 cassa_t - cassa_{t-1} &= cassa_t - cassa_{t-1} + C_t - I_t - (d_t + F_t) & (1.7) \\
 &= C_t - I_t - (d_t + F_t - (cassa_t - cassa_{t-1})) \\
 &= C_t - I_t - d_t - sfn_t + \Delta pfn_t + cassa_t - cassa_{t-1} \\
 &= C_t - I_t - d_t - sfn_t + \Delta pfn_t - \Delta af_t + cassa_t - cassa_{t-1} \\
 &= C_t - I_t - d_t - sfn_t + \Delta pfn_t - (af_t - cassa_t - (af_{t-1} - cassa_{t-1})).
 \end{aligned}$$

L'ultima riga dice che l'incremento di cassa

- aumenta con $(C_t - I_t)$ e Δpfn_t ,
- diminuisce con d_t , sfn_t e $af_t - cassa_t - (af_{t-1} - cassa_{t-1})$, il quale e' l'incremento in attivita' finanziarie diverse dalla cassa, e.g. investimenti in obblgazioni e depositi bancari.

- sf_n = spesa finanziaria netta.

Queste identita' contabili derivano dalla partita doppia. uo produce una variazione di aon e nessuna variazione di afn o pf_n . sf_n produce una variazione di pf_n e nessuna variazione di aon . uf_n produce una variazione di afn o pf_n e nessuna variazione di aon . La identita' $C_t - I_t = F_t + d_t$ e le identita' 1.9 e 1.10 implicano che

$$F_t = \Delta af_n_t - uf_n_t = -\Delta pf_n_t + sf_n_t. \quad (1.11)$$

Prova 1 Per derivare l'identita' $uo_t - \Delta aon_t = C_t - I_t$, si consideri una impresa molto semplice, la cui unica attivita' finanziaria e' la cassa e senza passivita' finanziarie. L'impresa non paga dividendi. Lo stato patrimoniale al tempo $t - 1$ e'

$$cassa_{t-1} + aon_{t-1} = cn_{t-1}$$

e quello al tempo t e'

$$cassa_t + aon_t = cn_t$$

ed il conto economico dell'anno $[t - 1, t]$ e'

$$un_t = ro_t - co_t = uo_t.$$

ro_t , co_t , uo_t , un_t sono i ricavi, i costi ed il reddito prodotti nell'anno $[t - 1, t]$. L'impresa non ha ricavi e costi finanziari. Per questa impresa

$$un_t = uo_t = \Delta cn_t = \Delta cassa_t + \Delta aon_t \quad (1.12)$$

dove $\Delta cassa_t = cassa_t - cassa_{t-1}$. L'impresa accumula cassa generata dalla gestione operativa nell'anno $[t - 1, t]$ e non impiega la cassa, e.g. non paga dividendi, i.e. $d_t = 0$. Poiche' l'impresa non ha attivita' o passivita' finanziarie a parte la cassa, il rendiconto finanziario $C_t - I_t = F_t + d_t$ diventa

$$C_t - I_t = F_t = \Delta cassa_t$$

in modo che $\Delta cassa_t$ in questo caso e' pari al free cash flow $C_t - I_t$. Quindi, poiche' $uo_t = \Delta cassa_t + \Delta aon_t$, ne segue che

$$C_t - I_t = uo_t - \Delta aon_t.$$

Questa identita' non dipende da attivita' finanziarie a parte la cassa o da passivita' finanziarie e da dividendi. Tale identita' e' valida anche quando l'impresa ha attivita' o passivita' finanziarie o dividendi.

Prova 2 Per derivare l'identita' $C - I = -\Delta pf_n + sf_n + d$, si noti che

$$\Delta cn_t = uo_t - sf_n_t - d_t = \Delta aon_t - \Delta pf_n_t \quad (1.13)$$

e sostituendo per $uo_t = C_t - I_t + \Delta aon_t$ otteniamo

$$C_t - I_t = -\Delta pf_n_t + sf_n_t + d_t.$$

Si noti che $\Delta af_n_t - uf_n_t = -\Delta pf_n_t + sf_n_t$.

I drivers dei dividendi

Possiamo riscrivere 1.9 e 1.10 come

$$d_t = C_t - I_t + ufn_t - \Delta afn_t \quad (1.14)$$

$$d_t = C_t - I_t + \Delta pfn_t - sfn_t. \quad (1.15)$$

La prima identity dice che i dividendi aumentano all'aumentare di C_t e ufn_t e diminuiscono al diminuire di Δafn_t e I_t . La seconda identity dice che i dividendi aumentano all'aumentare di C_t e Δpfn_t e diminuisce al diminuire di I_t e sfn_t .

I drivers di aon , afn e pfn

Le identity di cui sopra spiegano come aon , afn e pfn evolvono nel tempo. L'identity $C_t - I_t = uo_t - \Delta aon_t$ implica che

$$aon_t = aon_{t-1} + uo_t - (C_t - I_t) \quad (1.16)$$

e questa identity dice che le attività operative nette a fine anno sono pari a quelle all'inizio dell'anno più il reddito operativo dell'anno e meno il free cash flow che è stato distribuito dalla gestione operativa alla gestione finanziaria. Il free cash flow $C_t - I_t$ è come un dividendo pagato dalla gestione operativa alla gestione finanziaria. Infatti, se l'impresa non detiene attività e passività finanziarie, il free cash flow, i.e. il "dividendo distribuito dalla gestione operativa", è pari al dividendo pagato agli azionisti ogni anno, i.e.

$$C_t - I_t = d_t.$$

Questa identity è la stessa di 1.14 e 1.15 quando $ufn_t = \Delta afn_t = 0$ oppure $\Delta pfn_t = sfn_t = 0$. Da 1.14 deduciamo che

$$afn_t = afn_{t-1} + ufn_t + C_t - I_t - d_t. \quad (1.17)$$

Le attività finanziarie nette a fine anno sono pari a quelle a inizio anno più il reddito generato dalle attività finanziarie, più il free cash flow generato dalla gestione operativa meno i dividendi distribuiti dagli azionisti. Da 1.15 deduciamo che

$$pfn_t = pfn_{t-1} + sfn_t - (C_t - I_t) + d_t. \quad (1.18)$$

Le passività finanziarie nette a fine anno sono pari a quelle di inizio anno più la spesa finanziaria netta (e.g. interessi passivi), più i dividendi pagati agli azionisti e meno il free cash flow generato dalla gestione operativa.

Il calcolo del free cash flow

Possiamo calcolare il free cash flow ($C_t - I_t$) in due modi:

$$C_t - I_t = uo_t - aon_t + aon_{t-1}$$

$$C_t - I_t = sfn_t - pfn_t + pfn_{t-1} + d_t.$$

Questi calcoli ci danno ($C_t - I_t$), non C_t e I_t separatamente; ma ciò per DCF valuation è sufficiente.

1.1.5 Sintesi del bilancio riclassificato

Possiamo riassumere il bilancio riclassificato con le seguenti identita' contabili

$$\begin{aligned}
 cn_t &= cn_{t-1} + un_t - d_t \\
 un_t &= uo_t - sfn_t \\
 C_t - I_t &= d_t + F_t \\
 F_t &= -\Delta pfn_t + sfn_t = \Delta afn - ufn \\
 cn_t &= aon_t - pfn_t \\
 aon_t &= aon_{t-1} + uo_t - (C_t - I_t) \\
 pfn_t &= pfn_{t-1} + sfn_t - (C_t - I_t) + d_t.
 \end{aligned}$$

1.2 Le variazioni di capitale netto

Secondo il conto delle variazioni di capitale netto riclassificato

$$cn_t = cn_{t-1} + un_t - d_t \quad (1.19)$$

dove:

- cn_{t-1} e' il capitale netto di bilancio all'inizio dell'esercizio;
- cn_t e' il capitale netto di bilancio alla fine dell'esercizio;
- d_t sono i dividendi netti nel periodo $[t-1, t]$ ed e' cio' che e' dato (in denaro o in natura, per semplicita' ipotizziamo sia tutto in denaro) agli azionisti per pagare dividendi e riacquistare azioni meno cio' che l'impresa riceve (in denaro o in natura, per semplicita' ipotizziamo sia tutto in denaro) dagli azionisti come apporti di capitale (e.g. per emissione di azioni);
- un_t e' l'utile netto complessivo prodotto nel periodo $[t-1, t]$ ed e' pari all'utile netto come da conto economico pubblicato piu' OCI (other comprehensive income) meno i dividendi su azioni privilegiate.

Si noti che:

- consideriamo le azioni privilegiate come passivita' finanziarie non come equity; solo le azioni ordinarie sono equity;
- i flussi dicassa per transazioni fra l'impresa e gli azionisti sono riassunte in d_t ;
- i dividendi inclusi in d_t sono dividendi pagati during l'esercizio, non dividendi "deliberati" dall'assemblea ma non ancora pagati (dividendi pagabili); i dividendi pagabili agli azionisti sono considerati parte dell'equity in quanto sono parte dell'investimento degli azionisti nell'impresa;
- il compenso ai dipendenti nella forma di azioni non e' qui trattato.