

**Olga Ferraro**

**LA STIMA  
DEL VALORE ECONOMICO  
DELLE PARTECIPAZIONI**

**Il ruolo dei premi  
e degli sconti**

**Prefazione di  
Franco Rubino**

**FrancoAngeli**

**Università della Calabria  
Sezione economia aziendale  
Serie ricerca**

## 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.



UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA

---

*Collana diretta da Giuseppe Fabbrini*

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

**Olga Ferraro**

**LA STIMA  
DEL VALORE ECONOMICO  
DELLE PARTECIPAZIONI**

**Il ruolo dei premi  
e degli sconti**

**Prefazione di  
Franco Rubino**

**Università della Calabria  
Sezione economia aziendale  
Serie ricerca**

**FrancoAngeli**

Il presente volume è stato sottoposto a doppio referaggio anonimo

Copyright © 2015 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](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Prefazione</b> , di <i>Franco Rubino</i>	pag.	7
<b>Introduzione</b>	»	11
<b>1. La stima del capitale economico</b>	»	13
1.1. Introduzione	»	13
1.2. Prezzi, valore e valutazione	»	15
1.3. I principi di valutazione	»	20
1.4. La valutazione d'azienda e il processo valutativo	»	23
1.4.1. La definizione dell'obiettivo e dell'ambito di valutazione	»	25
1.4.2. L'identificazione dell'oggetto di valutazione	»	28
1.4.3. La raccolta e l'analisi delle informazioni	»	30
1.4.4. La scelta e l'applicazione della metodologia	»	31
1.5. La relazione di stima	»	54
<b>2. Le partecipazioni al capitale d'impresa: classificazione, controllo e valore</b>	»	59
2.1. Premessa	»	59
2.2. Il controllo aziendale secondo la disciplina civilistica e statutaria	»	61
2.2.1. Il controllo nei patti di sindacato	»	66
2.2.2. Le minoranze azionarie e loro tutela	»	67
2.2.3. La tutela delle minoranze negli organi di amministrazione	»	68
2.2.4. La tutela delle minoranze nel collegio sindacale	»	71
2.2.5. Le altre disposizioni in tema di tutela delle minoranze	»	72

2.3. Le partecipazioni al capitale d'impresa: una classificazione	pag.	72
2.4. Le variabili che impattano sul valore delle partecipazioni: un'introduzione	»	74
2.5. L'applicazione di premi e sconti nella prassi professionale: alcune evidenze empiriche sul contesto italiano	»	77
<b>3. Il processo valutativo delle partecipazioni: il ruolo dei premi e sconti e loro classificazione</b>	»	89
3.1. La stima delle partecipazioni: i diversi approcci	»	89
3.2. I premi e gli sconti. Aspetti definitivi	»	95
3.3. I premi e gli sconti. Le diverse classificazioni	»	99
3.3.1. L'impostazione "classica"	»	101
3.3.2. L'impostazione in relazione al diritto sottostante	»	107
3.3.3. L'impostazione seguita nel Business Valuation Standards VII	»	110
<b>4. La stima dei premi e sconti</b>	»	112
4.1. Il ruolo delle evidenze empiriche per la stima di premi e sconti	»	112
4.2. I modelli e le evidenze empiriche nazionali ed estere per premi e sconti	»	114
4.2.1. I premi di maggioranza	»	116
4.2.2. Gli sconti	»	138
4.3. Un modello per la quantificazione di premi e sconti in Italia	»	148
<b>Bibliografia</b>	»	155

# PREFAZIONE

di *Franco Rubino*

Il termine *valutazione* ha origine latina, poiché proviene da *valitus*, participio passato di *valere*, dare un “prezzo”, “stimare”.

La *valutazione*, pertanto, può essere definita come un “processo” attraverso il quale si attribuisce “valore” ad “un evento”, ad “un’azione”, ad “un oggetto”.

L’attività del *valutare* consente, quindi, alle “persone”, siano esse singoli, gruppi o istituzioni, di esprimere un giudizio riguardo a un “qualcosa” di rilevante e significativo.

Come si può ben comprendere, il risultato di una valutazione è strettamente collegato agli strumenti e ai metodi che si decide di utilizzare e alle procedure che vengono impiegate: metodologie e strumenti che “condizionano” l’attendibilità del giudizio medesimo.

Non per gettare “ombre” sulle poche “luci” che si possono intravedere in qualsiasi processo di valutazione, ma ricordo di aver letto da qualche parte tempo fa, che un eminente studioso in una occasione ebbe a dire: «Datemi i dati, ditemi dove volete arrivare, stabiliamo il compenso, ed io lavorerò... Studierò i numeri della serie temporale, farò il logaritmo, metterò in piedi questo o quel test delle ipotesi, approssimerò ad una variabile normale... Insomma ... Con i dati che mi fornirete, se me lo chiedete perché vi è necessario, sono in grado di costruirvi anche... *un elefante!*».

È una considerazione che strappa un sorriso e non vuole certo essere manchevole di rispetto nei confronti di nessuno, meno che mai verso discipline che trattano in maniera scientifica l’analisi dei dati e che trovano impiego ed utilità in tanti campi.

L’intento è solo quello di sottolineare che il risultato di una valutazione, qualunque essa sia, va sempre analizzato con attenzione e con riguardo al significato che gli deve essere attribuito, riuscendo a coglierne la validità e i limiti.

Bisogna sempre chiedersi: qual è la struttura del ragionamento con cui si è valutato? In che maniera si è cercato di assicurare “oggettività” al processo che ha portato alla formulazione di quel giudizio?

Ciò ovviamente nella piena consapevolezza che, per quanto si possa cercare di rendere “oggettivo” un giudizio, non si riuscirà mai ad eliminare totalmente un margine di “soggettività”, legato appunto al “soggetto” che esprime quella valutazione, alla sua cultura, alla sua esperienza, ai tempi in cui tale valutazione è espressa.

A ben pensare è il concetto stesso del “valutare” che racchiude in sé una componente (a volte maggiore, a volte minore, ma comunque sempre presente) di “soggettività”, come insegnano anche la *ricerca docimologica* e, più in generale, la stessa *storia* dell’uomo.

E questo senza voler dire che, quando si valuta (attività che personalmente amo poco “fare”, ma che, anche per mestiere, spesso mi trovo a “dover fare”, sempre col terrore di “sbagliare”) non bisogna essere, o almeno, provare ad essere il più “oggettivi” possibili.

Oggi si sente parlare molto di “valutazione”: valutazione della “qualità della ricerca” (la famosa VQR: poco simpatica ad alcuni, osannata da altri, prima osannata, poi disconosciuta da altri ancora; dipende, dipende da quello che in quel momento conviene!), valutazione della qualità della “didattica”, misurazione delle performance sia in ambito pubblico che privato e con riguardo sia ai risultati gestionali che a quelli del personale.

La nostra *quotidianità* si è trasformata in un continuo “essere valutati” da parte di “qualcuno” che ci “valuta”.

Nessuno è contrario alla valutazione, anzi essa è indispensabile, se effettuata in maniera corretta! Bisogna solo essere attenti ad evitare alcuni errori comuni.

1) La trasparenza di un processo valutativo richiede che “chi è valutato” conosca sin dall’inizio del periodo scelto per la valutazione i “criteri” in base ai quali verrà giudicato: a che serve conoscere tali “criteri” quando si è vicini alla fine del periodo a cui si riferisce la valutazione o addirittura dopo la sua chiusura?

Ciò non contrasta apertamente con i principi generali di una “corretta valutazione” universalmente riconosciuti?

Questo modo di procedere non potrebbe ingenerare comportamenti “opportunistici”?

“*Cui prodest?*”, come direbbe *Medea* nell’omonima tragedia di Seneca... O forse “*alcuni*” o “*molti*” è proprio quello che vogliono e per cui lavorano...

2) Non si può “costantemente” agire con il pensiero di “fare” quelle “cose” che vengono richieste per avere una “buona valutazione”: ciò, mi verrebbe da dire, ha creato quasi dei “mostri” (nel senso buono del termine)...

In particolare agli studiosi “più giovani” sento spesso chiedere ai loro colleghi in un dipartimento mezzo vuoto, sempre più “invaso di ricerca” (o “presunta” tale) e sempre meno “invaso di studenti”: “ma tu quanti articoli su riviste di “fascia a” hai pubblicato?”...

Non si chiede: “ma quali sono i tuoi interessi di ricerca? ... Qual è il contributo che hai dato con il tuo ultimo lavoro?...”

Io mi sono occupato di una ricerca simile... Vogliamo lavorare insieme?”...

*Così non è...*

Quello che, invece, senti dire: “la rivista dove tu hai pubblicato l’anno scorso, ora non è più di “fascia a”, ma l’hanno passata in “fascia b”, mentre il lavoro che ho pubblicato io su quell’altra rivista, che era in “fascia c”, ora ha più valore del tuo, perché (miracolo!) ora la rivista l’hanno passata in “fascia a”!...”

Notare “l’hanno passata”, locuzione impersonale... Ma “chi” e “perché” ha deciso questo passaggio?... È vera gloria?... Qualcuno disse: “ai posteri l’ardua sentenza”...

3) “Io sono più bravo di te”... “Tu sei meno bravo di me”... Ma è questo l’obiettivo principale di una valutazione? Dire che “uno” è “più bravo” o “meno bravo” di un altro?

Essere “valutati” nel suo senso “più alto” non vuol dire essere “giudicati” per essere “puniti”...

Una “vera” valutazione dovrebbe individuare quelli che sono gli “errori” che impediscono il raggiungimento di un risultato per trovare il modo di “aiutare” chi ha commessi quegli errori ad evitarli: in primis, “valutare” dovrebbe voler dire “aiutare a migliorare” e “migliorarsi”...

E come l’equilibrio economico e finanziario di un’azienda non può essere “valutato” guardando all’andamento gestionale di un singolo “esercizio”, così qualsiasi valutazione non può essere compiutamente espressa basandosi su una singola osservazione e/o un unico periodo ...

4) Per poter essere valutato, l’oggetto della valutazione deve poter essere “misurato”...

E la “misura” prevede parametri “oggettivi”, non sempre facili da individuare, alcune volte anche impossibili da trovare...

Un persona poco nota, un certo Albert Einstein, si trovò un giorno ad affermare: «nel mondo non tutto ciò che *conta*, può essere *contato*...».

È un chiaro richiamo a quel “margine di soggettività” intrinseco ad ogni valutazione di cui si diceva più sopra...

A ben riflettere l’etimologia stessa del termine *misura* appare carica di “ambiguità”: esso deriva dal latino *mensura* e, quindi, dal verbo *metiri* e dal suo participio *mensus*.

Ciò sembra voler dire “giudizio”, “misura” in senso psicologico più che fisico, e anche “prudenza”: non tanto, quindi, un richiamo ad un “metro obiettivo” di calcolo, quanto all’esercizio “ponderato” e “riflessivo” di una valutazione...

Sembra l’invito, poco raccolto ai tempi d’oggi, a trovare sempre “giustificazioni” ed “elementi di trasparenza” nell’espressione dei propri giudizi...

Se si tiene conto di quanto sopra evidenziato in tema di “valutazione”, si comprende facilmente come sia “apprezzabile” lo sforzo di Olga Ferraro che si cimenta, nel lavoro qui proposto, in uno studio sulla “stima” del valore economico delle “partecipazioni” e in particolare sul ruolo dei “premi” e degli “sconti”, dopo aver trattato in un primo momento la tematica più generale riguardante i “metodi di calcolo” del valore di un’azienda.

È brava l’autrice ad analizzare i diversi “metodi di valutazione”, brillante quando mette in rilievo i “pregi” e i “difetti” di ciascuno di essi.

Così come *ella* non dimentica di sottolineare che il risultato a cui giunge ogni procedura di valutazione, la quale deve essere la “più oggettiva” e la “più trasparente” possibile, deve essere “accettato”, ma con le dovute “attenzioni”...

Non si tratta mai di un “risultato assoluto”, consapevoli tutti della sua “relatività”: cambiando “metodo”, cambiando “valutatore”, cambiando “periodo di valutazione”, tale risultato “potrebbe cambiare”, o forse meglio dire, “cambierà”...

Non sappiamo se sarà “migliore” o “peggiore”, ma quasi sicuramente “diverso” lo sarà!

*Università della Calabria*  
*6 giugno 2016*

## INTRODUZIONE

Il tema della valutazione d'azienda è da sempre caratterizzato da un interesse sia tipo "professionale", rivolto ad imprenditori, manager, operatori finanziari e professionisti, sia di tipo "teorico", riguardante gli studiosi delle discipline aziendalistiche.

Quest'ultimi, in particolare, hanno avviato una corposa produzione scientifica inizialmente concentrata su aspetti generali del processo valutativo, quali ad esempio lo sviluppo di diverse metodologie valutative (finanziario, reddituale, patrimoniale, misto, di mercato, innovativi) o la valutazione di aziende operanti in settori specifici (finanziari, *internet-based*), per poi indirizzare i propri studi verso fattispecie particolari, ossia rivolte a problematiche specifiche come quelle sulla valutazione dei gruppi di imprese, di rami d'azienda o dei pacchetti azionari di maggioranza o di minoranza.

Il nostro lavoro si inserisce nell'ambito di questi ultimi, con l'obiettivo di affrontare le diverse problematiche legate alle circostanze in cui è appropriato far uso di premi e sconti nella stima delle partecipazioni al capitale di rischio.

A tal fine, dopo un inquadramento delle diverse fasi in cui si articola il processo valutativo e le diverse metodologie adottate per la stima del capitale economico alla base del valore delle singole quote del capitale sociale, vengono esaminate le motivazioni alla base del divario tra prezzo di negoziazione e il valore economico della partecipazione. L'obiettivo è quello di evidenziare, nell'ambito delle diverse tipologie di partecipazioni trasferibili e delle conseguenti dinamiche di controllo che ne derivano, tutte quelle circostanze in cui appare appropriato far uso di premi e sconti, nonché il processo valutativo da seguire onde evitare che la stima conduca verso errori o duplicazioni di valore.

Una volta inquadrata la problematica, lo studio ha inteso esaminare il comportamento adottato dalla prassi professionale italiana nel riconoscimento di premi o sconti e, quindi, laddove presenti le modalità di stima degli stessi.

Il campione, composto da relazioni redatte in diverse occasioni (quali fallimenti, concordati preventivi, conferimenti, cessioni), è stato formato attraverso la raccolta diretta tramite i siti dei tribunali (ove esiste ed è previsto il deposito on line), ovvero contattando gli studi professionali che operano nel campo della valutazione d'azienda. Il limitato numero di documenti è principalmente da attribuire all'esclusivo riferimento a relazioni aventi ad oggetto la stima di quote societarie.

L'analisi condotta in merito alla quantificazione dei premi e sconti, ha evidenziato come il calcolo analitico di premi o sconti è raramente seguito in occasione del trasferimento di partecipazioni non totalitarie. La stima analitica di premi e sconti, infatti, implica la definizione di driver di difficile individuazione e quantificazione che richiedono assunzioni spesso non dimostrabili e quindi, per propria natura, estremamente arbitrarie. Per tali ragioni, il professionista ricorre più facilmente all'applicazioni di percentuali forfetarie da applicare al valore della frazione del capitale economico oggetto di compravendita.

Tali percentuali, espressione di evidenze empiriche condotte spesso su differenze (grezze) di prezzi, variano da un'unica percentuale all'individuazione di percentuali variabili in funzione della percentuale di partecipazione al capitale sociale oggetto di compravendita presentando, nell'uno o nell'altro caso una serie di limiti. Quest'ultimi, hanno portato la ricerca empirica a muoversi principalmente affinando i casi e i contesti ai quali si possono neutralizzare le componenti soggettive di prezzo, nel tentativo di estrarre premi e sconti caratterizzati dalla maggiore purezza possibile.

Tutto quanto sopra detto, a nostro avviso appare evidente che una stima appropriata di premi e sconti puri da applicare al caso specifico deve basarsi su due elementi chiave: l'evidenza empirica e l'analisi economica. L'esperto stimatore deve, quindi, porsi in un'ottica di valutazione di parte puntando verso una configurazione di valore che si allontana da quella del valore economico del capitale per avvicinarsi a quella del valore soggettivo.

Per tali ragioni, il lavoro prosegue attraverso una rassegna analitica dei principali modelli e studi empirici proposti dalla dottrina nazionale ed estera per la stima dei premi e sconti, per concludersi con una proposta di modello che possa tener conto delle determinanti economiche e soggettive derivanti dal trasferimento di partecipazioni non totalitarie.

# 1. LA STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO

## 1.1. Introduzione

La misurazione del valore delle imprese è un problema che ha radici antiche ma che ha assunto, soprattutto negli ultimi decenni, un'importanza crescente diventando una componente essenziale nel bagaglio di conoscenze di imprenditori, manager, operatori finanziari, professionisti, nonché degli studiosi che si occupano di discipline legate al mondo aziendale.

Il sempre maggior interesse sul tema del valore ha generato nei diversi Paesi e tra i differenti soggetti interessati (esponenti del mondo accademico, operatori finanziari e consulenti, professionisti e società di revisione) un acceso dibattito sull'uso delle metodologie valutative.

La categoria degli *operatori finanziari* e dei *consulenti* risulta sostanzialmente conforme, in tutto il mondo, nell'accordare la preferenza ai metodi basati sui flussi (reddituale e finanziario) e, in particolare, a quelli finanziari.

La categoria dei *professionisti* e dei *revisori*, poiché soggetti alle leggi e consuetudini locali, assume atteggiamenti molto più variegati, ma sostanzialmente orientati verso i metodi basati sui flussi. In Europa, sotto la forte spinta tedesca, i metodi reddituali o alcune loro varianti appaiono ormai saldamente affermati: in Germania, il metodo reddituale puro non solo è prevalente nelle applicazioni professionali, ma è ormai il solo riconosciuto in sede giudiziaria<sup>1</sup>; in Italia, superato il tradizionale orientamento verso i metodi reddituali, che comunque continuano ad avere un peso significativo,

<sup>1</sup> Grandis F.G. (1994), *La valutazione delle aziende nella dottrina e nella pratica tedesca*, Edizioni Kappa, Roma; Hinteruber A. (1996), "La valutazione delle imprese in Germania. Risultati di una ricerca empirica", *La valutazione delle aziende*, n. 2.

crece nella prassi professionale la preferenza verso i metodi finanziari<sup>2</sup>. La posizione degli esperti nord-americani, come testimoniano diverse pubblicazioni, modifica in parte l'immagine tradizionale che riconosce un'assoluta preferenza al metodo finanziario. La voce della professione, infatti, non si esprime a favore dell'esclusività del metodo finanziario, ma riconosce ed applica una varietà di metodi, tra i quali quello reddituale ha un peso non trascurabile<sup>3</sup>.

Le considerazioni riguardanti il *mondo accademico* sono più articolate e complesse. Le due culture più significative, che hanno contribuito in maniera determinante al progresso delle metodologie valutative, sono quella anglosassone, orientata ai flussi finanziari, e quella germanica, orientata ai flussi reddituali. A favore dell'una o dell'altra metodologia si sono schierate le altre culture accademiche, con una netta preferenza quasi ovunque espressa per i metodi fondati sui flussi finanziari.

L'Italia ha una sua "cultura" in tema di valutazione delle aziende, nel tempo tradotta in vari rilevanti contributi di matrice accademica, che affonda le proprie radici nell'opera classica di G. Zappa<sup>4</sup>, *Il reddito d'impresa*: il Maestro, già a metà del secolo scorso, affermava infatti che «il capitale è un valore unico, risultante dalla capitalizzazione di redditi futuri»<sup>5</sup>.

Nel corso degli anni successivi il concetto di capitale economico viene approfondito e ampliato da alcuni dei più importanti esponenti del mondo

<sup>2</sup> Da una ricerca condotta sulle principali scelte valutative operate nell'ambito delle operazioni di M&A poste in essere in Italia nel quadriennio 2004-2007 è emerso che nel 24% dei casi si adotta il metodo finanziario e che solo nel 6% delle valutazioni osservate si utilizzano i metodi fondati su i flussi di reddito. Per approfondimenti si rinvia a Ferraro O. (2009), *La valutazione d'azienda nelle operazioni di M&A. Un'analisi delle principali scelte valutative*, Quaderno Monografica RIREA, n. 77.

<sup>3</sup> In un recente articolo Penman evidenzia le lacune e i limiti del modello DCF affermando che il «Free cash flow è un indicatore inaffidabile del valore, non qualcosa cui possa ragionevolmente essere ancorato». Come soluzione ai limiti e lacune del DCF l'Autore induce all'adozione del modello reddituale residuale (*residual earnings model*) appartenente alla famiglia dei modelli misti patrimoniali reddituali, ritenuti in grado di attribuire più di altri la dovuta rilevanza alla contabilizzazione per competenza in luogo di quella per cassa. Penman S.H. (2006), "Handling Valuation Model", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 18, n. 2, pp. 48-55. A difesa del modello reddituale intervengono tra gli altri: Dechow P.M. (1994), "Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals", *Journal of Accounting and Economics*, n. 18, pp. 3-42; Sloan G. (1996), "Using Earnings and Free Cash Flow to Evaluate Corporate Performance", *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 9, n. 1, pp. 70-78.

<sup>4</sup> Zappa G. (1929), *Il reddito d'impresa*, Giuffrè, Milano.

<sup>5</sup> Per un approfondimento sul percorso storico seguito dal valore economico del capitale si rinvia a Guatri L. (2006), *Cinquant'anni di valutazioni aziendali*, Università Bocconi Editore, Milano.

accademico (tra i quali ricordiamo P. Onida, con *Le dimensioni del capitale d'impresa*, e S. Sassi, con *Il sistema dei rischi d'impresa*) rimanendo, tuttavia, inalterata l'impostazione qualitativa impiantata dallo Zappa. Nel quinquennio 1950-1954 (ultimo periodo zappiano) Luigi Guatri avvia il processo di quantificazione dell'Economia aziendale e quindi della Valutazione d'azienda, sulla cui onda seguirono numerosi scritti di alcuni tra i massimi aziendalisti dell'epoca come P. Onida (*Economia d'azienda*), G. Ferrero (*La valutazione economica del capitale d'impresa*), V. Coda (*Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*), E. Viganò (*La natura del capitale economico di impresa e le sue applicazioni*), A. Amaduzzi (*L'azienda. Nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni*)<sup>6</sup>.

## 1.2. Prezzi, valore e valutazione

La definizione del valore di un'azienda comporta un'attività complessa in cui l'indicazione finale del valore rappresenta l'espressione e la sintesi di principi, metodi, competenze ed esperienze, che si combinano nel processo valutativo dell'azienda.

La valutazione d'azienda può essere definita, dunque, come quel processo logico di individuazione del valore del capitale economico dell'azienda, risultante dalla valutazione unitaria dell'intero sistema d'impresa con le sue articolazioni sistematiche di beni, persone e relativa organizzazione, sia verso l'intera azienda che verso il mercato esterno.

Da quanto detto, appare evidente come il concetto di valore differisce da quello di prezzo di negoziazione (o prezzo fatto), benché tra i due esistono delle relazioni.

Le cause del divario tra i due valori sono da attribuire alle c.d. condizioni di negoziazione, generalmente classificate in soggettive e oggettive.

Tra le condizioni *soggettive* di negoziazione si è soliti ricomprendere:

- la forza contrattuale e l'abilità negoziale delle parti;
- le asimmetrie informative tra i soggetti coinvolti nella contrattazione;
- l'effettiva diversità di scopi (per la possibilità, perseguita da parte del cessionario, di immettersi in un nuovo settore, di conseguire sinergie ecc.);
- gli interessi economici e non di tipo personale dei contraenti (quali ad esempio, i bisogni di status, di visibilità, di potere) spesso in con-

<sup>6</sup> Cfr. *ivi*, pp. 27-70.

flitto con gli interessi delle aziende d'appartenenza.

Le condizioni *oggettive* di negoziazione, invece, riflettono “il valore dell'azienda di per sé” (svincolata da ogni contesto super-aziendale), sulla base della sua situazione di fatto e tenendo conto delle strategie, dei piani e dei programmi decisi, anche se non necessariamente ancora attuati.

Il valore economico del capitale include le condizioni oggettive di negoziazione, ma non quelle soggettive. Se quest'ultime, infatti, fossero incluse non si parlerebbe più di valore economico del capitale, ma come vedremo in seguito dal valore soggettivo. Il prezzo di negoziazione, di contro, è fortemente influenzato dalle condizioni soggettive e, soprattutto, dal rapporto che si instaura tra acquirente e venditore, i quali fanno pesare nella trattativa le rispettive “posizioni” in termini di potere contrattuale.

Dalle considerazioni esposte appare evidente come il prezzo che si forma e che determina le parti allo scambio non coincide con il valore economico del capitale scambiato che, tuttavia, può rappresentare il punto di partenza per la stima del primo.

\* \* \*

Il concetto di *capitale economico* (o *valore economico del capitale*) è stato introdotto nella dottrina economico-aziendale dal maestro Zappa che, nell'interpretarne il significato, affermava che lo stesso «è un valore unico e inscindibile ottenuto per capitalizzazione del reddito medio presunto futuro»<sup>7</sup>. Il Maestro, dunque, correla il concetto di reddito a quello di capitale economico, quest'ultimo inteso come funzione del reddito e del tasso di capitalizzazione<sup>8</sup>.

Il capitale economico è, dunque, una configurazione di valore che si introduce nel momento in cui l'azienda viene osservata quale strumento

<sup>7</sup> Cfr. Zappa G. (1950), *Il reddito d'impresa. Scritture doppie, conti e bilanci delle aziende commerciali*, Giuffrè, Milano, pp. 81 e ss.

<sup>8</sup> È possibile riscontrare il legame tra reddito e capitale economico anche nell'interpretazione della configurazione di valore del capitale economico posta in essere dal Maestro Onida il quale sostiene che «Se si considera l'impresa come un complesso economico operante a fine di lucro, il valore di scambio del complesso trova un primo, naturale fondamento nell'efficienza economica dell'azienda in rapporto al fine cui tende e quindi della sua attitudine a fruttare utili. In astratta relazione a questo solo fattore, il valore di scambio dell'azienda in funzionamento si potrebbe aggirare intorno al valore ottenibile capitalizzando – in base ad un dato saggio – il reddito medio che si presume di trarre dall'azienda, supposte determinate condizioni d'esercizio, ritenute – s'intende – possibili». Onida P. (1951), *Le dimensioni del capitale d'impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, p. 161.

preordinato alla realizzazione di un beneficio per gli investitori a titolo di capitale di rischio. In tale ambito, l'azienda viene osservata come un sistema unitario preordinato alla realizzazione di risultati futuri e il capitale assume il significato del valore attribuibile all'azienda nel suo complesso, in funzione, appunto, della sua capacità di remunerare l'investitore. Il valore economico del capitale, quindi, non deriva, come avviene per il valore di bilancio o il valore di liquidazione, da una differenza di elementi attivi e passivi; esso esprime, invece, un valore unico, funzione delle capacità di reddito prospettiche delle aziende, e cioè, della misura degli utili attesi e del rischio che grava su di essi.

Secondo i maestri dell'Economia aziendale, pertanto, il capitale economico, ottimizza e combina le seguenti caratteristiche<sup>9</sup>:

- *generalità*, in quanto il valore ottenuto prescinde dagli effetti contingenti della domanda e dell'offerta, dalle caratteristiche e dalla forza contrattuale delle parti interessate alla negoziazione in quanto attiene ad un'ottica di tipo neutrale;
- *razionalità*, in quanto il valore è costruito mediante uno schema logico, chiaro e divisibile
- *dimostrabilità e stabilità*, in quanto è possibile ripercorre il processo che ha condotto all'ottenimento dei risultati analizzati e all'accettabilità dei dati utilizzati per la valutazione e all'eliminazione delle grandezze provvisorie e straordinarie che influiscono sulla determinazione del risultato.

Il capitale economico è, quindi, una misura *oggettiva* – poiché prescinde dalla finalità per cui si effettua la valutazione astraendo dalle aspettative dei singoli soggetti eventualmente coinvolti nel trasferimento d'azienda (acquirente/venditore) – e un *valore di natura astratta* – in quanto tiene conto esclusivamente di come è l'azienda nel momento in cui si effettua la valutazione, non è quindi determinato da una finalità specifica.

«Valutare il capitale economico di un'azienda significa stimare il valore che essa ha per i detentori del capitale di rischio, dopo averla osservata per come si presenta, indipendentemente da un eventuale suo trasferimento e, allo stesso tempo, indipendentemente dalle possibilità soggettive di eventuali terzi potenzialmente interessati ad una prospettata acquisizione»<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Si veda Bernini F. (2011), *I pacchetti azionari. Analisi del fenomeno e aspetti valutativi*, Giuffrè, Milano, p. 95.

<sup>10</sup> Musai A. (2009), “Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione”, in Montrone A., Musai A. (a cura di), *Capitale e operazioni straordinarie*, McGraw-Hill, Milano, p. 32.

Ne discende che, per la determinazione del capitale economico vi è la necessita di due requisiti:

- un requisito *oggettivo*: la stima deve essere strumentale al trasferimento dell'impresa;
- un requisito *soggettivo*: la stima deve essere effettuata da un esperto super partes, rispetto ai soggetti contraenti.

Il requisito oggettivo e quello soggettivo configurano il capitale economico "in senso stretto" o *stand alone*, ossia il valore economico del capitale d'azienda "come sta e giace", prescindendo da ogni considerazione concernente sinergie strategiche, operative e finanziarie attese dall'eventuale integrazione delle entità stesse.

In linea teorica il valore economico di capitale dovrebbe esprimere anche il valore al quale un'azienda verrebbe ceduta. Come anticipato, nella realtà, non esiste la perfetta coincidenza tra valore economico e valore teorico di trasferimento, quest'ultimo inteso come il prezzo teorico di cessione dell'azienda tenuto conto delle forme attraverso le quali si intende realizzare il trasferimento stesso (cessione, conferimento, fusione, scissione). Quest'ultime possono produrre, per il soggetto acquirente, ulteriori effetti economico-finanziari. Tra questi assumono rilevanza soprattutto gli effetti fiscali che, a seconda della forma di trasferimento, generano dei correttivi (in aumento o in diminuzione) al valore economico del capitale.

Pertanto, la determinazione del valore teorico di trasferimento di un'azienda pur dovendosi basare sul valore economico del capitale trasferito, non può non includere la considerazione degli ulteriori effetti fiscali conseguenti alla modalità di trasferimento prescelta. Da ciò appare evidente come in capo ad un'azienda si ha un unico valore economico del capitale e tanti valori teorici di trasferimento quante sono le possibili forme in cui lo stesso può realizzarsi.

Tuttavia, anche una volta stabilita la forma di trasferimento da attuare, possono essere individuati valori differenti poiché diversa può essere la posizione di colui il quale effettua – o, nel caso di perito esterno, per il quale si effettua – la stima. Si parla in questi casi di valore soggettivo del capitale inteso come il valore stimato nell'ottica specifica di un potenziale acquirente (o del venditore) per tener conto:

- dei possibili benefici derivanti dall'acquisto di quote di mercato che consentono una posizione dominante da parte dell'acquirente stesso (di controllo o di monopolio);
- dei possibili benefici derivanti dall'inserimento dell'azienda oggetto di trasferimento in un complesso aziendale già funzionante;

- dei possibili benefici derivanti dall'eliminazione, mediante l'acquisto, di potenziali concorrenti e dall'ottenimento di economie di scala;
- degli interventi strategici e operativi astrattamente attuabili dal cessionario al fine di incrementare le prospettive di rendimento dell'azienda stessa (sinergie di marketing e/o di prodotto).

I processi che ispirano le valutazioni sono, quindi, differenti a seconda delle diverse posizioni soggettive con la naturale conseguenza che, a fronte di un unico valore economico del capitale e, una volta individuata la forma di trasferimento, di un unico valore teorico di trasferimento è possibile individuare tanti valori soggettivi del capitale quanti sono i possibili soggetti nella prospettiva dei quali è possibile effettuare la stima<sup>11</sup>.

Accanto alle configurazioni di valore sopra descritte troviamo, infine, il valore potenziale del capitale e il valore di mercato.

Il valore potenziale del capitale è quel valore stimato sulla base delle opzioni strategiche attuabili nel futuro. Poiché ciascuna azienda presenta diverse opzioni che possono modificare anche in maniera sensibile l'assetto strategico dell'azienda, nella valutazione si aprono diversi scenari: ogni strategia genererà prospettive di reddito diverse dando luogo, quindi, a diversi possibili valori potenziali.

Ultima configurazione che il capitale può assumere è quella del valore di mercato, inteso come il valore che il mercato potrebbe ragionevolmente riconoscere all'azienda sulla base delle dinamiche riguardanti la domanda e l'offerta al momento della stima. Per le aziende quotate in borsa, il valore di mercato esiste ed è rappresentato dai titoli negoziati su borsa; in realtà si tratta del valore di mercato dei singoli titoli. In tutti gli altri casi (aziende non quotate) il valore di mercato è stimabile in modo indiretto, attraverso l'osservazione dei prezzi simili a quelli target.

Il valore di mercato è una particolare configurazione di valore evidentemente differente dal valore economico del capitale, ma che tuttavia può risultare utile considerare nell'ambito di un processo di stima. «E ciò, soprattutto, quando dell'azienda si ricerca il valore teorico di trasferimento; in tale circostanza, infatti, atteso che la valutazione del capitale economico può essere affetta da numerosi elementi di soggettività e di incertezza, il possibile valore di mercato può risultare un elemento di confronto e di conforto essendo basato, questo, almeno su un elemento oggettivo e cioè sui prezzi effettivamente praticati»<sup>12</sup>.

<sup>11</sup> Per un approfondimento sui concetti di valore soggettivo (nell'ottica dell'acquirente e del venditore) si rinvia a Bernini F. (2011), *I pacchetti azionari...*, cit., pp. 98 e ss.

<sup>12</sup> Musais A. (2009), "Il capitale d'impresa. Configurazione e valutazione", cit., p. 36.