

Metodi di determinazione del reddito al fine della valutazione di aziende

di Luigi Guatri

1. *Premessa*

La misura opportunamente attribuibile al *reddito* d'azienda, al fine della stima del capitale economico, è il tema basilare di questa relazione. L'argomento può essere esaminato sotto vari profili. Gli aspetti qui considerati attengono:

- a) ai metodi adottabili per la determinazione dei redditi futuri;
- b) alle ripercussioni dell'inflazione sulla misura di tali redditi.

Questa nota fornisce una traccia della relazione che sarà svolta verbalmente.

2. *I metodi per la determinazione dei redditi futuri*

Secondo i metodi reddituali il valore dell'azienda deriva (unicamente) dai redditi che, nelle aspettative, essa sarà capace di produrre. Nessun dubbio, sotto il profilo concettuale, che si tratti di redditi futuri; e che perciò il valore da capitalizzare discenda dalle attese in ordine alla misura di tali redditi.

Ciò premesso, per reddito futuro si può intendere:

- a) la serie dei redditi annuali attesi nel corso di tutta la vita dell'azienda o per un lungo periodo di tempo;
- b) una media di tali redditi o comunque una loro espressione sintetica (reddito medio-normale, reddito stabilmente producibile; e così via).

Tali redditi futuri, comunque intesi, possono inoltre essere stimati in varie ipotesi:

- 1) supponendo la conservazione dei risultati storicamente ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);

- 2) mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione dell'ipotizzabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensioni dell'attività svolta, livello dei prezzi di vendita, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali o di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- 3) assumendo i risultati economici espressi nei « Piani » aziendali per definiti periodi futuri: ordinariamente da uno a cinque anni (metodi dei risultati programmati);
- 4) definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

* * *

Sul metodo dei risultati storici si appuntano, non di rado, le critiche dei teorici, mentre i pratici ne sono i fautori. Non vi è dubbio, sotto il profilo teorico, che il riferimento ai risultati passati, sia pure di periodi recenti, o addirittura del periodo amministrativo in corso, è concettualmente insoddisfacente, in quanto *il valore dell'azienda discende, com'è chiaro, dai redditi del futuro e non da quelli del passato*. Ed è del pari vero che i redditi futuri possono anche sostanzialmente divergere, in più o in meno, da quelli passati. Sennonché, obiettano i pratici, la determinazione dei redditi futuri è molto spesso un esercizio di pura fantasia: e non è certo da tali redditi estremamente incerti e comunque non dimostrabili e non verificabili che può essere ricavato il valore dell'azienda. Per certo, un compratore non accetterebbe mai, se non per gioco d'azzardo, un valore così determinato. I dati storici sono perciò, nella frequente visione dei pratici, l'elemento basilare per stimare la capacità di reddito dell'azienda.

* * *

Il metodo di proiezione dei risultati storici tenta di mediare tra le esigenze di obiettività e di certezza insite nei dati storici e la necessità di adattamento di tali dati alle variazioni prevedibili di taluni fattori rilevanti, suscettibili di modificare nel futuro il risultato economico.

In realtà, affinché il procedimento possa essere applicato si esigono due condizioni:

- che siano individuabili alcuni fattori rilevanti i cui spostamenti influenzino notevolmente i risultati attesi;
- che esista un meccanismo di calcolo idoneo a consentire, con chiarezza, di stimare come certe variazioni ipotizzabili di tali fattori rilevanti si ripercuotano sulla misura del reddito.

Alcuni fattori rilevanti dipendono almeno in parte (e talvolta in gran parte o totalmente) dai comportamenti futuri, più o meno capaci, della direzione aziendale. La dimensione delle vendite di un'azienda industriale dipende anche dall'andamento della domanda globale per i suoi prodotti; ma soprattutto dalle quote di mercato che l'azienda riuscirà a controllare; e quindi dalle capacità commerciali che essa presenterà. Lo stesso dicasi per l'aumento dei livelli di produttività. Altri fattori quali le variazioni dei prezzi di prodotti e di fattori produttivi fanno invece riferimento a situazioni in gran parte o totalmente al di fuori del controllo della singola azienda.

L'obiezione fondamentale ai metodi di proiezione dei risultati storici riguarda *il rischio* assai grave che, cambiando anche di poco alcune delle ipotesi di variazione dei fattori rilevanti, si ottengano risultati sostanzialmente diversi. Bastano anche differenze percentuali minime nelle ipotesi di variazione dei prezzi dei prodotti o dei prezzi di acquisto, o dei livelli di produttività, o delle vendite, per ottenere — nei vari casi — risultati reddituali assai lontani tra di loro. Tutto ciò rende spesso poco credibile l'intera costruzione e suscita serie perplessità sul significato dei dati ottenuti. Questi sono, in sostanza, un misto di elementi storici e di attese più o meno fondate, nel quale risulta malagevole distinguere, nella maggioranza dei casi, i fatti dalle speranze, le circostanze oggettive dalle valutazioni soggettive.

* * *

Ci si chiede se i risultati economici della programmazione aziendale formalizzata (Budget e Piani pluriennali) siano utilizzabili per l'espressione dei redditi attesi in sede di valutazione dell'azienda. Occorre, in primo luogo, sottolineare che la programmazione non necessariamente rispecchia le effettive attese reddituali dei responsa-

bili dell'azienda. Elemento essenziale della programmazione è la fissazione di obiettivi, di traguardi da raggiungere; e la ricerca di appropriate correlazioni tra obiettivi, risorse, comportamenti aziendali. Gli obiettivi sono talvolta (anche se non necessariamente) determinati con scopi incentivanti; altre volte si tratta di mete difficili, il cui raggiungimento è solo una speranza e la cui scelta contiene una certa dose di ottimismo o addirittura di audacia. Tutto questo può essere razionale ed utile sotto il profilo della programmazione; ma ha ben poco a che vedere con la previsione dei più probabili risultati ottenibili. L'utilizzazione dei dati della programmazione deve tener conto di questi limiti, i quali si rivelano particolarmente operosi e di peso determinante quanto più ci si allontana nel futuro.

* * *

Il metodo dell'innovazione consiste nell'assunzione di una serie di condizioni, giudicate possibili anche se non ancora sperimentate, di futuro svolgimento della gestione e nella conseguente deduzione delle possibili conseguenze in termini di reddito. Le condizioni ipotizzate possono riguardare molteplici aspetti della gestione:

- adozione di un diverso mix di prodotti (compresi, se del caso, nuovi prodotti);
 - riferimento a quote di mercato considerate realizzabili a certe condizioni (riorganizzazione delle reti di vendita, azioni pubblicitarie adeguate, idonei canali di distribuzione);
 - riferimento a politiche di prezzi innovatrici;
 - riferimento a programmi di ristrutturazione dell'apparato produttivo e delle forze di lavoro;
 - riferimento ad appropriate strutture finanziarie, che si giudicano realizzabili a certe condizioni;
 - riferimento a politiche di controllo dei costi particolarmente attente e restrittive;
- e così via.

La scelta di una serie ragionata di ipotesi possibili e non contrastanti può condurre a concepire, nell'insieme, un'azienda ideale nella quale anche i risultati economici sono « ottimizzati ». Questa rappresentazione è indicativa, a ben vedere, di una capacità astratta

o capacità-limite, per un'azienda data, di produrre certi livelli di reddito nel futuro.

Si tratta di un'informazione che può essere utile per definire la capacità prospettica effettiva dell'azienda a conseguire redditi. Ma sarebbe, d'altro lato, assai pericoloso interpretarla in modo diverso: ad esempio come la sola informazione valida allo scopo. Non si può, infatti, trascurare la circostanza, ripetute volte contestata dalla pratica, che siffatto metodo di previsione del reddito risulta troppo spesso scarsamente attendibile. Non di rado si confondono le speranze o addirittura le fantasie riguardanti un futuro del tutto improbabile, seppure astrattamente possibile, con la previsione del reddito che può ragionevolmente essere atteso.

* * *

A ben vedere, il giudizio finale sulla misura del reddito futuro atteso può derivare da un complesso di informazioni, nel quale entrano — in dosi diverse — tutti i metodi sopra elencati. Così, *i risultati storici sono spesso il fondamento di ogni decisione*, appunto perché sono i soli certi e controllabili. *Ma talune proiezioni nel futuro*, composte variando uno o più fattori rilevanti, *possono essere significative*, almeno sotto il profilo dell'accertamento del possibile spostamento, in dipendenza di tali fattori, del livello storico di redditività.

Del pari i risultati economici della programmazione formalizzata sono, pur con le riserve già ricordate, informazioni utili e talora indispensabili per rendersi conto di talune tendenze evolutive della capacità dell'azienda a produrre redditi.

Il metodo dell'innovazione, quando sia applicabile con ragionevole fondatezza, può a sua volta offrire informazioni in ordine ad alternative — rispetto al passato — di comportamento dell'azienda; e quindi può offrire qualche non inutile informazione integrativa.

Nel complesso, dalle argomentazioni svolte appare evidente che l'espressione « reddito futuro atteso » debba essere intesa come reddito « medio-normale »; e non come successione di singoli dati di reddito attesi per i vari anni a venire. Quest'ultima concezione accentua pesantemente le difficoltà di previsione; ed in sostanza non migliora affatto l'attendibilità complessiva dei risultati.

In altri termini, i dati dei singoli anni futuri, al di là dei primi 2-3 anni (e non sempre neppure per questi), sono nella stragrande

maggioranza dei casi privi di credibilità. Tanto vale concentrare l'attenzione sulla definizione di una misura di reddito « medio » o « normale », che appunto esprima le più probabili condizioni future di produzione del reddito. Il concetto di normalità sottolinea, in particolare, l'esclusione di « punte » (positive e negative) che possono verificarsi in dati esercizi, con il concorso di circostanze eccezionalmente favorevoli o sfavorevoli.

Meno chiara e di più difficile definizione quantitativa, al di là della felice espressione formale, è l'interpretazione del reddito futuro come reddito che l'azienda è stabilmente in grado di produrre. Il concetto di stabilità evoca l'idea di una lunga durata del reddito atteso che, in concreto, è difficilmente provabile. In pratica — e salvo poche eccezioni — non esistono sufficienti argomenti per dimostrare che la corrente di reddito prodotta da una azienda continui al di là di un certo orizzonte temporale, misurabile in pochi anni, o si inaridisca entro tale limite. Perciò l'espressione può essere accolta come raccomandazione qualitativa, nel senso che la definizione di una certa misura di reddito attesa dev'essere in ogni caso controllata in termini di possibile o probabile durata. Essa non dev'essere, insomma, un fenomeno transitorio od occasionale, ma deve riposare sull'intrinseca capacità dell'organismo aziendale, se le condizioni esterne si mantengono entro certi limiti, di continuare a produrre quel reddito.

3. I redditi attesi in periodo d'inflazione

Un aspetto importante da chiarire riguarda l'incidenza dell'inflazione sulla misura apparente dei redditi; ed i modi per neutralizzare tale incidenza.

In proposito va subito detto che l'intento perseguito è la separazione tra risultati reali (utili o perdite reali) e risultati apparenti ed illusori, in quanto determinati in parte dalla somma di valori monetariamente non omogenei.

All'esperto chiamato a valutare un'azienda non è di regola possibile (a meno che l'azienda interessata già disponga di simili rilevazioni) applicare i correttivi integrali e sistematici che si traducono nella cosiddetta « contabilità dell'inflazione » (contabilità a potere d'acquisto corrente, contabilità a costi correnti). L'esperto dovrà di regola limitarsi a qualche rettifica parziale, peraltro in riferimento

ai fenomeni di maggior peso, suscettibili di influenzare marcatamente i risultati reddituali.

Storicamente, i due momenti più noti ed applicati in periodi di contenuta inflazione, e perciò largamente sperimentati, sono i seguenti:

- 1) L'adeguamento delle quote d'ammortamento degli impianti ai costi di ricostruzione, ovvero ai valori aggiornati accolti nella stima (se inferiori al costo di ricostruzione). La proiezione nel futuro di questa rinnovata base di ammortamento consiste di solito nel mantenimento delle cifre-base così rivalutate, se i redditi futuri sono espressi in lire costanti; mentre dette cifre vanno ulteriormente corrette in aumento anno per anno, proporzionalmente ai tassi d'inflazione ipotizzati, se i redditi attesi sono espressi in moneta corrente dei vari esercizi a venire.
- 2) L'adozione del procedimento Lifo nella valutazione delle rimanenze di prodotti, semilavorati e materie prime. Questo procedimento, com'è noto, è particolarmente efficace per evitare il formarsi dei cosiddetti « profitti illusori di magazzino ».

In tempi più recenti, con l'avanzare degli studi e delle ricerche sulle conseguenze economiche e contabili dell'inflazione, un altro aspetto sul quale si è portata l'attenzione è:

- 3) la determinazione dei risultati economici della « posizione monetaria ». Con l'espressione « posizione monetaria » s'intende l'insieme delle attività monetarie (liquidi, crediti) e delle passività monetarie (debiti in moneta nazionale non indicizzati), il cui saldo può ovviamente presentarsi positivo o negativo. Se, per ipotesi, la posizione monetaria si è mantenuta in un certo esercizio costantemente positiva per 1.000, mentre la moneta si è svalutata del 20%, ciò significa che il valore iniziale 1.000 è diventato in termini reali, 800. Perciò la differenza tra il valore finale apparente 1.000 e quello reale ricostruito 800, esprime una « perdita attinente alla gestione dei valori monetari » pari a 200.

Sul piano della ordinaria rilevazione del reddito, tale perdita è da mettere in relazione agli interessi attivi effettivamente conseguiti (sui depositi bancari, sui titoli a reddito fisso, ecc.) o impliciti nel credito concesso alla clientela, e d'altra parte agli interessi passivi esplicitamente od implicitamente sopportati.

È chiaro che, nel caso di eccedenza delle passività monetarie, come accade anche in larghe misure nelle aziende fortemente indebitate, si determinano per contro « utili attinenti alla gestione dei valori monetari ». Va aggiunto che, mentre i correttivi 1) e 2) sono stati ampiamente sperimentati e sono quindi di generale accettazione, il correttivo 3) è di meno agevole definizione quantitativa e talvolta suscita perplessità anche sul piano concettuale. Pur non potendosi ad esso negare un certo fondamento logico, va tuttavia assunto con molta prudenza. Ciò specialmente in presenza di aziende fortemente indebitate (e gravate perciò da rilevanti oneri finanziari), per le quali si possono calcolare rilevanti correttivi monetari, tali anche da capovolgere i risultati negativi espressi dai bilanci ordinari.

In ogni caso, il correttivo 3) non può essere applicato se non contemporaneamente ai primi due.