

Capitolo 1 Dai metodi patrimoniali a quelli reddituali

1.1 Introduzione

È ormai concetto acquisito (a parte casi che non rientrano nella “normalità” delle valutazioni e che comunque saranno presi in considerazione) sia con riferimento alla scuola aziendale europea che a quella a matrice anglosassone, che in linea generale quattro sono i principali approcci alla valutazione d’azienda: approcci basati sui flussi di risultato, approcci basati sulla consistenza patrimoniale, approcci misti caratterizzati sia da elementi patrimoniali che basati sui flussi di risultato (in particolare sui flussi reddituali) ed infine i cosiddetti metodi di mercato caratterizzati dall’utilizzo di moltiplicatori presi a riferimento e paragonabili con l’azienda oggetto di valutazione. Qualunque sia il proprio punto di vista rispetto ai diversi approcci, la nascita e l’utilizzo di ognuno ha origini completamente diverse. L’approccio che ha origini più remote nel tempo è senza dubbio quello patrimoniale. Anche all’interno dei metodi patrimoniali di valutazione, tuttavia, è possibile individuare un percorso che ha portato nel corso degli anni fino a tutt’oggi all’introduzione di correttive teoriche e pratiche tali da prendere in considerazione una serie di nuove problematiche comparse nel tempo. C’è da premettere comunque che la scuola cosiddetta “patrimonialista” affonda le sue radici molto addietro nel tempo: già dall’inizio del XIX secolo era comune infatti ancorare il valore di un’azienda in un dato istante alla consistenza del suo patrimonio. In ogni caso anche i metodi patrimoniali hanno subito una lenta ma progressiva evoluzione che è corretto cercare di individuare nelle fasi principali.

La teoria patrimonialista classica del XIX secolo, che ha in Francesco Besta uno dei suoi principali esponenti in Italia, individua nel patrimonio netto il valore del capitale di un’azienda. La centralità del concetto di patrimonio è immediatamente evidente nelle opere di Besta: per esempio, già nel definire l’azienda nella sua opera più importante, *La Ragioneria*, pubblicata tra il 1891 e il 1916 in tre volumi, Besta vi individua “*un volume di operazioni relative ad un patrimonio...*”. Come sottolineato da numerosi autori (si veda ad esempio: Mustilli, Capasso, 1993), secondo l’allora prevalente concezione “neoclassica” il sistema concorrenziale era caratterizzato da stabilità tale da non consentire alle imprese la possibilità di generare sovraredditi attraverso le proprie

scelte competitive. All'interno di tale modello concettuale, il valore economico di un'impresa non poteva non essere espressione della consistenza patrimoniale del proprio capitale economico. Besta, fortemente influenzato dal pensiero dell'epoca, definisce il valore delle attività di un'impresa come *valore sostanziale*.

La teoria patrimonialista continua a dominare ininterrottamente fino agli anni venti del XX secolo quando, a seguito degli studi innovativi di Gino Zappa, l'elemento centrale non è più il patrimonio ma il reddito. È da questi studi promossi da Zappa, allievo di Besta, in particolare con la prima edizione di una delle sue opere più famose, *Il reddito d'impresa*, risalente al periodo 1921-1925, che in Italia si assiste ad un nuovo fiorire di studi inerenti a questo nuovo filone, studi dei quali parleremo in seguito a proposito dell'evoluzione dei metodi reddituali.

Come anticipato, comunque, nonostante la nascita di nuovi filoni di studio diversi da quelli basati sul patrimonio, i metodi patrimoniali di valutazione hanno conosciuto una notevole evoluzione. La prima configurazione di metodi patrimoniali è sicuramente quella cosiddetta *semplice*. La definizione *semplice* chiaramente verrà attribuita in seguito per distinguere questa metodologia da quella che prende in considerazione i beni immateriali o intangibles e detta metodo patrimoniale *complesso*.

I metodi patrimoniali semplici si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Il valore che viene fuori da tali stime, detto *valore patrimoniale* o *asset value*, è la risultante della somma algebrica di ciascun singolo valore. In pratica, così come efficacemente espresso dal Caramiello (1993), il valore patrimoniale rappresenta la somma necessaria per *ricomporre* il capitale aziendale nelle condizioni in cui si trova al momento considerato.

Potremmo concludere che i metodi patrimoniali semplici, a prescindere da alcune considerazioni a proposito dei metodi di rivalutazione delle componenti attive e passive dello stato patrimoniale, non hanno subito sostanziali modifiche nel corso degli anni. Le ragioni di fondo di questa conclusione devono essere ricercate nella mancanza di mutamenti significativi nell'economia italiana negli anni che vanno dall'unificazione d'Italia alla metà del secolo ormai scorso quando, negli anni del dopoguerra, l'Italia conosce la sua vera rivoluzione industriale con dei tassi medi di crescita del PIL intorno al 5-6% l'anno.

Prima di proseguire con l'approfondimento dell'evoluzione dei metodi patrimoniali, semplici e complessi, e a beneficio di una migliore comprensione

dei passaggi chiave che hanno contribuito allo sviluppo di nuove tecniche di valutazione, è bene fare alcuni richiami di storia economico-industriale, con particolare riferimento a quella del nostro paese.

1.2 Richiami dei principali mutamenti economico-industriali nel periodo che va dalla seconda metà del XIX secolo alla seconda metà del XX secolo

La storia industriale ed economica dei paesi cosiddetti occidentali presenta fin dal XIX secolo alcune caratteristiche comuni individuabili in una serie di passaggi chiave legati ad introduzione di nuove tecnologie, nuove forme organizzative delle imprese, nuovi bisogni delle popolazioni, ecc., anche se con profonde e radicali differenze sia per ciò che riguarda l'impatto che tali passaggi hanno avuto nelle economie dei singoli paesi sia per quanto attiene al loro aspetto temporale.

Cominciamo col dire che sino alla fine del XIX secolo l'economia italiana si caratterizza per una profonda connotazione di tipo artigianale. Tale caratteristica continua fino al primo quarto del XX secolo, quando sotto l'impulso delle nuove scoperte scientifiche (in particolare di nuove fonti di energia, della conversione dell'energia in movimento attraverso la nascita dell'industria meccanica e della scoperta dell'elettricità) e sotto la spinta delle commesse belliche prima e della fase di ricostruzione poi, nascono le prime industrie italiane. È risalente a questi anni, infatti, la nascita di imprese quali la Fiat, le acciaierie Ilva, Ansaldo, Falk, Breda, la cantieristica navale, la Pirelli, la Edison e altre ancora. È degli anni trenta la nascita dell'Iri, della Snia, della Rinascente nella grande distribuzione, e di altre ancora.

In questo stesso periodo, inoltre, sotto la spinta dell'applicazione delle teorie organizzative tayloriane, comincia in Italia l'introduzione di nuove tecnologie e di nuove forme d'impresa che hanno come principale conseguenza la spinta verso la crescita dimensionale delle imprese. Il fabbisogno di ingenti capitali per raggiungere il livello dimensionale necessario a competere fa sì che si abbia un notevole sviluppo sia del sistema bancario, e del suo ruolo al fianco delle imprese, sia dei mercati finanziari. Tutto ciò fino alla grande depressione degli anni trenta e al periodo bellico che spinge nel baratro la nascente industria. Tra tutte queste trasformazioni, sia in seno ai mercati finanziari che con riferimento alla struttura finanziaria delle imprese, si assiste ad un proliferare di nuovi studi, soprattutto nei paesi anglosassoni, legati al ruolo degli intermediari finanziari, al concetto di rischio, al ruolo dell'indebitamento nello sviluppo delle imprese, alle problematiche operative d'impresa volte a

garantire liquidità e solvibilità: si assiste, in pratica, alla nascita, in fase embrionale, sia della funzione finanziaria in seno alle aziende che degli studi cosiddetti della “finanza moderna”. Tutto ciò non senza un certo divario tra i paesi anglosassoni (gli Stati Uniti in particolare) e l'Europa continentale impegnata nella preparazione delle operazioni militari. Gli anni del dopoguerra, infine, sono caratterizzati da una notevole crescita economica, particolarmente per il nostro paese che conosce un vero e proprio boom industriale durato fino alla fase inflazionistica degli anni '70. Dal punto di vista degli studi economici, gli anni cinquanta e sessanta, oltre a segnare la nascita della finanza moderna cui abbiamo accennato e della quale parleremo più approfonditamente in seguito, si caratterizzano per la fioritura di una serie di studi legati alla gestione di imprese di grandi dimensioni: si diffonde la funzione di pianificazione e controllo e con essa lo strumento dei budget annuali e pluriennali alla base dell'analisi prospettica dei flussi reddituali e finanziari. Altro elemento chiave di questi anni è la spinta delle imprese verso una maggiore diversificazione e verso l'utilizzo di strumenti di analisi sempre più sofisticati basati sulle teorie di portafoglio. E così via fino ai nostri giorni.

Questo breve *excursus* storico dovrebbe almeno accennare al fatto che, come avremo modo di dimostrare più avanti, l'evoluzione di metodi di analisi e di valutazione sempre più sofisticati è frutto dei mutamenti in atto nella società, nel mondo delle imprese e dei mercati. Esaminando, per esempio, il contesto socio economico degli anni tra la fine del XIX secolo e quelli della prima parte del XX secolo comprendiamo come mai la dottrina valutativa non abbia conosciuto mutamenti significativi.

Prima di considerare la prima evoluzione saliente avutasi nei metodi di valutazione patrimoniali, è bene descrivere a larghe linee il metodo patrimoniale semplice che, come detto, non ha conosciuto (eccezion fatta per una serie di modifiche di ordine legislativo e di valutazione dei singoli elementi patrimoniali) modifiche sostanziali.

1.3 Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice, nella sua formulazione generale comunemente accettata in Italia, assume solitamente come punto di partenza il *capitale netto di bilancio o book value*, così come espresso dai dati contabili di fine periodo o infrannuali. È bene sottolineare che il capitale netto di cui stiamo parlando comprende anche l'utile di esercizio, con esclusione delle quote di utili per i quali è stata decisa la distribuzione in varia forma.

Una volta determinato il capitale netto di bilancio, il metodo patrimoniale semplice tende a riesprimere a valori correnti (desunti dal mercato o per via di stime) i singoli elementi attivi e passivi del bilancio, per poi sommare algebricamente i nuovi valori al capitale netto. Questo tipo di operazione assume rilevante importanza in quanto i dati di bilancio esprimono non certo valori di mercato ma valori che riflettono tutti gli effetti delle politiche aziendali (politiche di ammortamento, particolari politiche di accantonamento ai fondi, ecc.) adottate dagli amministratori nel corso degli anni. Ciò è particolarmente vero nei casi in cui la valutazione venga effettuata in ipotesi di conferimenti o di liquidazione, al fine di depurare i valori di bilancio da eventuali illeciti commessi dagli amministratori a danno dei soci.

Il valore definitivo del patrimonio netto cosiddetto “rettificato” (Guatri, 1987) si ottiene una volta eseguite le seguenti operazioni:

- a. revisione contabile dei singoli elementi attivi e passivi;
- b. rappresentazione degli elementi attivi e passivi non monetari al loro valore corrente;
- c. eventuale attualizzazione dei crediti e dei debiti;
- d. calcolo degli oneri fiscali potenziali;
- e. calcolo delle rettifiche da apportare al capitale netto.

Una volta eseguite queste operazioni, e con riferimento ad una specifica data, si procede tramite una somma algebrica alla determinazione del patrimonio *netto rettificato*.

Esaminiamo ora brevemente le varie fasi del processo di valutazione patrimoniale, valido nelle sue linee essenziali sia per il metodo semplice che per quello complesso.

a. La Revisione contabile

Il momento della revisione contabile non è un aspetto fondamentale nel momento in cui la situazione societaria sia stata certificata da società di revisione. Nel caso in cui ciò non sia avvenuto, è invece fondamentale verificare: che tutte le attività e passività siano contabilizzate e documentate, che i crediti tengano conto delle effettive capacità di recupero, che gli accantonamenti ai fondi corrispondano a quanto effettivamente o probabilmente maturato, e che siano adeguatamente valutati i rischi espressi nei conti d'ordine o non espressi. È bene sottolineare il valore preparatorio di questa fase: trascurarla o affidarla a soggetti che non abbiano provate capacità e competenze potrebbe inficiare tutto il processo valutativo.

b. *La riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali*

La riespressione a valori correnti degli elementi patrimoniali attivi e passivi costituisce il momento fondamentale della stima del valore del capitale economico secondo il metodo patrimoniale semplice. Per quanto riguarda gli elementi attivi solitamente vengono utilizzati due criteri di stima:

- *il criterio del valore di presunto realizzo* per i beni che hanno sempre un prezzo di mercato e per quegli elementi patrimoniali che rappresentano valori originati da scambi precedentemente effettuati;
- *il criterio del costo di ricostruzione*, che basa la valutazione del bene sul costo che bisognerebbe sostenere per ricostruirlo, quando naturalmente ciò sia fisicamente possibile, e rappresenti il modo più economico per rimpiazzarlo;
- *il criterio del costo di sostituzione*, che basa la valutazione del bene sul costo che si dovrebbe sostenere per porre a disposizione dell'azienda beni che possiedano la stessa capacità e utilità.

A proposito dell'utilizzo del criterio del costo di ricostruzione o del costo di sostituzione, c'è da dire che occorre in ogni caso procedere ad una serie di abbattimenti per esprimere: l'usura fisica, ossia la perdita di valore dei vecchi beni conseguente all'uso, e l'obsolescenza economica, ossia la perdita di valore dovuta a fattori esterni quali, ad esempio, la sottoutilizzazione degli impianti per motivi di mercato, l'ubicazione, ecc.

Per ciò che riguarda gli elementi patrimoniali passivi la riespressione a valori correnti avviene sulla base del valore di presunta estinzione. Una volta determinati i valori correnti sia degli elementi attivi che di quelli passivi si procede al confronto di tali valori con i valori contabilizzati, così da evidenziare una serie di plusvalenze e di minusvalenze. Dalla somma algebrica del capitale netto di bilancio e di tali plusvalenze e minusvalenze verrà fuori il capitale netto rettificato.

I professionisti sono soliti considerare analiticamente i criteri di valutazione di alcune delle voci patrimoniali che pongono maggiori difficoltà di stima, ovvero

- **Immobilizzazioni tecniche.** Questa voce si riferisce al complesso dei beni fondamentali all'attività tipica dell'impresa, beni che assumono peso rilevante nelle aziende che svolgono attività industriale, tra cui immobili industriali e commerciali, impianti, macchinari, automezzi, ecc. Nel caso in cui

tali beni abbiano un valore di mercato, sono stimati con il metodo del prezzo corrente desunto direttamente dal mercato. Quando non esista un mercato dell'usato è necessario ricorrere al criterio del costo di ricostruzione o a quello del costo di sostituzione. Solitamente queste stime vengono fornite da periti esterni particolarmente qualificati. Tuttavia, quando il ricorso a tali esperti non sia possibile, la determinazione del valore corrente degli immobilizzi può avvenire sulla base del valore assicurato, opportunamente riadattato in situazioni particolari, oppure sulla base di una rivalutazione monetaria basata su opportuni coefficienti moltiplicativi forniti da istituti specializzati (ad esempio, l'ISTAT). Un'ultima considerazione va fatta a proposito di quelle immobilizzazioni tecniche finanziate tramite leasing, e il cui valore non viene evidenziato in bilancio. Ai fini di una corretta valutazione del capitale economico tramite il metodo patrimoniale è necessario considerare tali voci, specie se l'operazione di leasing è iniziata da molto tempo. La rettifica da apportare al patrimonio netto contabile è pari alla differenza tra il valore corrente del bene in questione e la somma del valore attuale delle rate a scadere e del valore di riscatto¹.

- **Partecipazioni.** Ai fini della valutazione delle partecipazioni, gli elementi che solitamente vengono presi in considerazione sono: la loro consistenza, la finalità dell'investimento, e la liquidità dei titoli posseduti. L'aspetto della finalità dell'investimento assume particolare rilevanza. Per stimare il valore corrente delle partecipazioni, infatti, si distingue tra: partecipazioni in società controllate e partecipazioni in società non controllate. Il calcolo delle partecipazioni di controllo può avvenire o sulla base di una valutazione congiunta con la capogruppo, facendo riferimento al bilancio consolidato, oppure sulla base di una valutazione analitica di ogni società che costituisce il gruppo. Tali stime richiedono particolare attenzione nei casi in cui le partecipazioni si riferiscano a società con risultati particolarmente negativi, oppure nel caso in cui vengano riconosciute alle società controllanti "premi di maggioranza". Per quanto attiene al calcolo del valore delle partecipazioni in società non controllate, le stime analitiche sono nella maggior parte dei casi impedita per mancanza di informazioni dettagliate. In questi casi, si suggerisce l'utilizzo del valore desunto dai prezzi di mercato (ove ciò sia possibile), oppure quello desunto dal patrimonio netto contabile. Anche nel caso della valutazione di partecipazioni non di controllo, è necessario non trascurare l'esistenza di eventuali "sconti di minoranza".

¹ Il valore attuale delle rate a scadere e del valore di riscatto viene calcolato utilizzando lo stesso tasso assunto nel contratto di leasing, specie se in linea con i tassi di mercato.

- **Magazzini e scorte.** Nell'ambito di queste macrovoci è inserita un'ampia serie di elementi patrimoniali, tra cui materie prime, merci, semilavorati, prodotti finiti, lavori in corso su ordinazione, anticipi a fornitori, ecc. Esaminiamo brevemente i metodi di valutazione di ciascuna voce:
 - **Materie prime.** Vengono valutate molto semplicemente attraverso il valore corrente, oppure attraverso il prezzo del più recente acquisto;
 - **Semilavorati.** Si utilizza il criterio del costo attuale o recente, oppure quello di ricostruzione;
 - **Prodotti finiti.** È necessario distinguere tra rimanenze immediatamente destinabili alla vendita, e rimanenze fuori listino oppure obsolete. Nel primo caso si fa riferimento al criterio del minor valore tra il costo più recente di produzione e il criterio di presunto realizzo depurato degli oneri da sopportare per la vendita; nel secondo caso, invece, si utilizza il prezzo di possibile realizzo a stralcio o in blocco;
 - **Lavori in corso su ordinazione.** È possibile fare riferimento alla valutazione degli utili connessi alla quota percentuale di lavoro svolto, oppure al calcolo di tutti i costi sostenuti in relazione alla parte di lavoro svolta.

Un'ultima osservazione va fatta a proposito degli accertamenti che devono essere condotti da chi effettua la valutazione. Innanzitutto, nel caso in cui si tratti una società non certificata, il valutatore deve necessariamente verificare la corrispondenza, dal punto di vista quali-quantitativo, degli inventari. Inoltre, è necessario applicare alle singole voci criteri appropriati: in particolare, è necessario calcolare la differenza tra la stima delle rimanenze in bilancio (effettuata tramite il metodo LIFO) e il valore che risulta dall'applicazione di metodi alternativi (FIFO e altri).

c. Eventuale attualizzazione di crediti e debiti

I crediti vanno iscritti in bilancio al loro presunto valore di realizzo, e quindi al netto del fondo svalutazione crediti, mentre i debiti vanno iscritti al loro valore nominale. Una prima operazione da compiere in sede di rettifica è quella di modificare il valore contabile dei crediti nel caso in cui il rischio di sofferenza verificato appaia inadeguato.

Discorso particolare, poi, merita l'eventuale attualizzazione dei crediti e dei debiti, ed in particolare quando il loro ammontare assume un peso rilevante. La regola generale è che crediti e debiti devono essere attualizzati se essi non maturano interessi, oppure se maturano interessi non "in linea" rispetto ai tassi correnti di mercato.

Tutti i crediti che possono subire differimenti tra l'epoca di iscrizione e quella di effettivo incasso non possono essere valutati al valore nominale; dovrebbero essere attualizzati in base al costo medio del denaro per l'azienda o in base ai tassi di mercato ed in proporzione al tempo del probabile differimento dell'incasso. Per quanto riguarda i debiti, il discorso è analogo.

Un'ultima considerazione riguarda i crediti e i debiti espressi in valuta straniera: vanno convertiti in moneta nazionale in base al cambio in vigore al momento della perizia, oppure con riferimento ad un periodo più ampio, nei casi in cui sia consigliabile un atteggiamento particolarmente prudentiale.

d. Calcolo degli oneri fiscali potenziali

Una volta accertate delle plusvalenze, in sede di riespressione in termini correnti dei valori non monetari, è necessario calcolare su di esse gli effetti di un figurativo prelievo fiscale, soprattutto nel caso in cui esse abbiano un valore considerevole ai fini del calcolo del patrimonio netto rettificato.

Ciò, tuttavia, non sempre è agevole. Il problema, infatti, riguarda l'aliquota fiscale da considerare: se deve essere "piena", oppure "ridotta" per tenere conto di norme fiscali di possibile emanazione.

e. Calcolo delle rettifiche da apportare al capitale netto

Questa fase non è altro che una risultante delle precedenti.

Il valore del patrimonio netto rettificato rappresenta il risultato finale del procedimento valutativo che abbiamo finora descritto. Esso viene fuori dalla somma algebrica del patrimonio netto contabile e delle rettifiche positive e negative prima esposte. Vari autori hanno nel corso del tempo individuato una serie di limiti a tale metodo: verranno esaminati congiuntamente a quelli del metodo patrimoniale complesso.

1.4 Il metodo patrimoniale complesso ed il ruolo crescente degli intangibles nelle valutazioni d'azienda

Prima di prendere in considerazione l'argomento dei beni immateriali e della loro rilevanza per il calcolo del valore economico delle aziende, è bene fornire una definizione preliminare di metodo patrimoniale complesso. Tra le tante definizioni, particolarmente strutturata è quella di Onesti (1988). Secondo Onesti, il metodo patrimoniale complesso, ispirato alla teoria del *going concern value*, parte dall'assunto che per creare un'azienda *ex-novo* occorre sostenere dei costi che invece non sono sopportati nel caso di una similare

azienda funzionante. Ne consegue che valutando un'azienda attraverso il metodo patrimoniale semplice si finirebbe per trascurare una parte considerevole del valore d'impresa, ossia le sue attività immateriali: il metodo patrimoniale complesso cerca di superare questo limite prendendo in considerazione il cosiddetto "patrimonio invisibile" rappresentato dai beni immateriali.

Le origini del dibattito riguardante i beni immateriali a disposizione delle aziende ha la sua genesi in Italia con le opere di Zappa (1950) e successivamente di altri aziendalisti, tra i quali spicca Onida (1974): c'è da dire, comunque, che in questa fase il dibattito riguardava le opportunità e le modalità di inserimento di valori immateriali all'interno dei bilanci. Il riconoscimento del valore dei beni immateriali alla formazione ed alla misura del capitale economico, infatti, ha origini più recenti. La maggior parte degli autori (ad esempio: Renoldi 1992, Itami 1988) fa riferimento all'ultimo ventennio come periodo in cui attenzione particolare è stata data agli intangibles; tuttavia, Guatri (1997) in una sua recente opera dedicata all'argomento parla di una fase pionieristica che può essere fatta coincidere con una serie di ricerche condotte dall'Università Bocconi. La prima di queste ricerche (Guatri 1964), ha a che fare con gli investimenti pubblicitari. Il lavoro, dopo aver preso in considerazione il problema dell'imputazione dei costi pubblicitari nel tempo e la loro determinazione, introduce il concetto di avviamento pubblicitario (e non solo pubblicitario, in quanto si fa anche riferimento per esempio agli effetti utili della ricerca di nuovi prodotti o di nuovi processi produttivi), concetto legato agli "effetti utili della spesa pubblicitaria, aspetto su cui – si legge – le trattazioni specializzate o non si intrattengono o lo fanno molto fuggacemente". Si teorizza l'utilità della spesa pubblicitaria non soltanto nell'immediato ma anche nel lungo termine per gli effetti di acquisto di maggiori quote di mercato conservabili nel tempo con nuovi investimenti. L'articolo conclude dicendo: "... per il congiunto gioco delle capitalizzazioni annuali e degli ammortamenti in corso, si determina un valore attualmente operante di spese pubblicitarie sostenute in passato ... Tale valore, che è elemento attivo del capitale d'azienda, costituisce il valore attuale della pubblicità o, se si vuole, l'avviamento pubblicitario". Ed ancora: "... Tale ricerca diventa una necessità quando si ponga, ad esempio, il problema della formazione di una situazione patrimoniale che serva di base per la stima del valore dell'azienda funzionante. Si possono citare casi di aziende che presentano ..., se non come elemento preponderante, l'avviamento pubblicitario...".

Dedicato anch'esso ai beni immateriali è un articolo successivo (Guatri, 1970) nel quale si afferma la necessità di verificare il valore in termini di mag-

giori “marginì” derivanti dall’utilizzo di investimenti commerciali rivolti ad aumentare la propria quota di mercato, di investimenti in ricerca “*sia essa fruttifera o no*”, di investimenti “*amministrativi*” (legati ai costi organizzativi) ed a quelli in addestramento del personale e “*strategici*” (legati per esempio ai costi sostenuti per ricerche di mercato).

È comunque all’inizio degli anni ’80 che in Italia, soprattutto grazie alla pubblicazione di alcune opere dello stesso Guatri (1987), si diffondono maggiormente nuove metodologie di valutazione degli intangibles, ormai considerati negli studi aziendali fattori chiave per lo sviluppo. È proprio con gli studi di Guatri, infatti, che, per la prima volta, si parla di metodi patrimoniali complessi. Una delle principali novità introdotte da Guatri riguarda la distinzione tra metodi patrimoniali complessi *di primo grado* e metodi patrimoniali complessi *di secondo grado*: quelli di primo grado sono basati sulle stime effettuate sui prezzi di mercato ovvero attraverso comparazioni per beni simili a quelli oggetto di stima aventi una quotazione di mercato e quindi, data la non perfetta comparabilità dei valori, attraverso l’individuazione di un minimo e di un massimo entro cui far ricadere la valutazione; mentre quelli di secondo grado, per tutti quei beni immateriali che non hanno una comparabilità di mercato, sono basati su stime effettuate sulla base del costo dei beni stessi o sulla redditività presunta realizzabile con il bene. In particolare, nella versione del 1980, a proposito dei metodi di valutazione complessi di secondo grado, Guatri individua quattro procedimenti specifici:

1. il **costo di sostituzione** ovvero di **riproduzione** dei beni: ossia quanto costerebbe ad una certa data ricostruire o rimpiazzare il bene oggetto di valutazione;
2. la capitalizzazione dei costi effettivamente affrontati, a prescindere dalla loro contabilizzazione;
3. il costo della **perdita** o “**the cost of loss**” (nel 1980 considerato “*un metodo applicato nel Nord-America ma raro nel nostro paese*”): ossia il calcolo delle perdite che si dovrebbero affrontare nel caso di privazione del bene;
4. la **redditività attesa** dal bene.

Per avere delle modifiche successive bisogna aspettare otto anni con l’uscita di un lavoro di Itami (1987) che contribuisce, almeno in via definitiva, a percorrere strade alternative a quelle fino a quel momento battute da altri autori. Itami definisce infatti i beni immateriali come “*risorse invisibili basate sull’informazione e incorporate sia in elementi interni all’impresa (know-how) che esterni (reputazione, credibilità, ecc.)*”.

Di carattere definitorio e metodologico, invece, le novità introdotte da Brugger (1989) sull'argomento. Brugger parte dal chiarimento del concetto di bene immateriale affermando che, per essere tale, ogni bene immateriale deve necessariamente rispettare una serie di caratteristiche:

- il bene deve essere all'origine di costi ad utilità differita nel tempo in termini di benefici economici differenziali;
- il bene deve essere trasferibile a terzi, estraniabile dall'azienda in cui esso ha avuto origine. Tale requisito ha il pregio di evitare duplicazioni di valori;
- il bene deve essere misurabile nel suo valore.

Definisce poi i metodi di valutazione dei beni immateriali, fornendo pochi elementi di significativo distacco dalle posizioni di Guatri del 1980.

Qualche anno più tardi Renoldi (1992) si occupa dell'argomento a proposito dei criteri di classificazione dei beni immateriali, classificazione allargata rispetto a quella di Brugger del 1989. Renoldi, oltre alla trasferibilità ed alla durata temporale dei vantaggi nel tempo, introduce altri due criteri di classificazione:

- l'identificabilità del bene, distinguendo tra beni immateriali *in senso stretto* e *valori immateriali*, non suscettibili di specifica individuazione e pertanto, ad avviso di Renoldi, “*riconducibili nell'ambito del valore del Goodwill e, per certi aspetti, del going concern value*”;
- le modalità di acquisizione.

Tale classificazione, a parere di Renoldi, avrebbe il pregio di “*ridimensionare l'area grigia di valore aziendale rappresentata dall'avviamento*”. In pratica Renoldi, piuttosto che per una valutazione degli intangibles all'interno dell'avviamento, si esprime a favore di una loro valutazione autonoma, al fine di evitare la scarsa dimostrabilità dei valori di avviamento.

C'è da dire che la posizione di Renoldi appena esaminata andava in quegli anni controcorrente. Alcuni articoli di Guatri, infatti, si esprimevano contro il calcolo autonomo del valore dei beni immateriali e a favore del calcolo dell'avviamento come misura onnicomprensiva. Per esempio, nel 1991 Guatri sostiene che “*i beni immateriali, presi singolarmente sono difficilmente misurabili: sia perché non disponiamo ancora di tecniche adeguatamente sperimentate (e forse anche concettualmente soddisfacenti); sia perché i beni immateriali tendono spesso a sovrapporsi ... così che il rischio di duplicazione è*

sempre in agguato ... A ciò si aggiunga che, per diffuso convincimento, legato certo alla necessaria prudenza di stime ancora allo stato embrionale, il valore attribuibile ai beni immateriali deve trovare riscontro in una capacità complessiva dell'impresa di sopportarne e remunerare l'investimento totale, comprensivo anche di tali valori. Riscontro complessivo, ovviamente, perché il reddito è unico per l'impresa. Dal che deriva che il giudizio sull'accettabilità dei valori attribuibile ai beni immateriali è pure globale e unico...” E ancora: *“Queste difficoltà concettuali e operative sono alla base dell'agnosticismo dei contabili nei confronti dei beni immateriali ... anche nel sostanziale rifiuto di apprezzarli separatamente...”*.

E un anno più tardi (Guatri, 1992): *“La pratica si rende conto che spesso le varie denominazioni applicate a specifici beni immateriali sono soltanto punti di vista diversi per esprimere concetti e fenomeni che in parte si sovrappongono. A tal punto che è più agevole comprenderli in pochi o addirittura in un unico valore ... Esiste poi un altro motivo che induce ad esprimere in un'unica entità (o in pochissime entità) il valore dei beni immateriali. Il valore ad essi attribuibile ... trova una necessaria ed ineliminabile verifica nelle capacità reddituali dell'impresa...”*

Tuttavia, lo stesso Guatri (1996) fa un passo indietro alcuni anni più tardi quando sostiene: *“il reddito espresso dai bilanci non rileva affatto, o rileva in misure molto limitate o saltuarie, la dinamica dei beni immateriali: ciò può distorcere – anche in modo rilevante – la rappresentazione e la misura dei risultati economici effettivamente realizzati”*. Sempre nello stesso articolo si fa riferimento alla valutazione separata dei beni immateriali attraverso criteri analitici e, quando possibile, attraverso criteri empirici. Tuttavia essendo, sostiene Guatri, i riferimenti empirici *“molto rari”* nel caso delle aziende industriali è necessario fare ricorso a criteri di stima analitici.

Infine, il ritorno al metodo di valutazione analitica degli intangibles viene ribadito in alcuni contributi ad opera di Weston Anson (1997) e di Alberto Grando e Laura Gazzoni (1997).

Nel primo si afferma che *“negli ultimi anni sono state sviluppate metodologie «forti e chiare» per un'ampia serie di beni immateriali ...”*, dopo di che si descrive la valutazione di un marchio attraverso l'utilizzo di *“tassi di royalty”*.

Il secondo è ancora più chiaro: *“... la crescente rilevanza dei beni immateriali nell'ambito del patrimonio aziendale, le frequenti opportunità di cessione ed acquisizione di specifici intangibile asset, unitamente all'importanza di monitorare periodicamente il valore del capitale economico delle imprese,*

hanno reso necessario procedere, più recentemente, alla valutazione autonoma dei beni immateriali”.

Gli articoli appena citati sono tra gli ultimi in ordine di tempo a proposito dei metodi patrimoniali complessi. Nonostante un lungo e travagliato percorso, da qualche anno a questa parte la dottrina sembra essersi orientata verso la valutazione autonoma dei beni immateriali. Anche l'orientamento verso criteri empirici, dopo un periodo di auge, è stato abbandonato a causa della scarsa significatività, in periodi di forte oscillazione dei prezzi dei capitali e dei mercati, delle stime sottostanti. Tuttavia, a prescindere dal metodo specifico scelto in un dato periodo, il meccanismo successivo di calcolo del metodo patrimoniale complesso è analogo a quello del metodo patrimoniale semplice. I passaggi sono:

- calcolo del Capitale Netto Rettificato così come descritto a proposito del metodo semplice;
- calcolo del valore dei beni immateriali;
- calcolo degli oneri fiscali potenziali;
- calcolo del Capitale Netto Rettificato Finale.

Finora abbiamo, tracciando il percorso storico dei metodi patrimoniali, sfiorato (ma non affrontato) concetti quali quello di valore reddituale, di going concern value, di avviamento, ecc. Parallelamente all'evoluzione dei metodi patrimoniali si stavano sviluppando nuove metodologie di calcolo del valore basate sui flussi di risultato. Nel frattempo, sul fronte applicativo, venivano progressivamente a calare sul totale complessivo delle valutazioni quelle effettuate in ipotesi di liquidazione della società, mentre aumentavano quelle effettuate nei casi di acquisizioni, ristrutturazioni, fusioni, ecc. Per cui è necessario approfondire questi metodi di valutazione e farlo in maniera autonoma.