

Lorenzo Pozza

La valutazione del capitale economico d'impresa:
il caso Tecno S.p.A.

1. La società oggetto di stima

La società Tecno è stata costituita nel 1960 per lo svolgimento dell'attività di produzione e commercializzazione di gas tecnici, ed in particolare di ossigeno, acetilene, azoto e argon.

Inizialmente, l'attività dell'azienda è orientata alla sola commercializzazione di gas tecnici. Nel 1962 viene realizzato il primo impianto di produzione su un'area di circa 10.000 mq.

Nel 1978 si procede alla costruzione di un secondo impianto produttivo, di dimensioni più ampie del primo e dotato di tecnologie particolarmente moderne. L'investimento in parola determina un rilevante incremento del volume d'affari, della quota di mercato e dell'occupazione. Così, la società Tecno, forte delle capacità produttive approntate, rafforza la propria presenza geografica nelle zone industriali dell'Italia centrale e settentrionale, creando numerosi depositi e centri di rivendita.

Nel 1985 viene realizzato nei pressi di Milano il terzo impianto di produzione, su un'area di oltre 15.000 mq. Tale impianto, di elevatissima capacità produttiva e tra i più avanzati d'Europa sul piano tecnologico, consente - grazie anche ad una incisiva azione commerciale - il raddoppio del volume d'affari ed un importante consolidamento della posizione competitiva nel mercato dei gas tecnici.

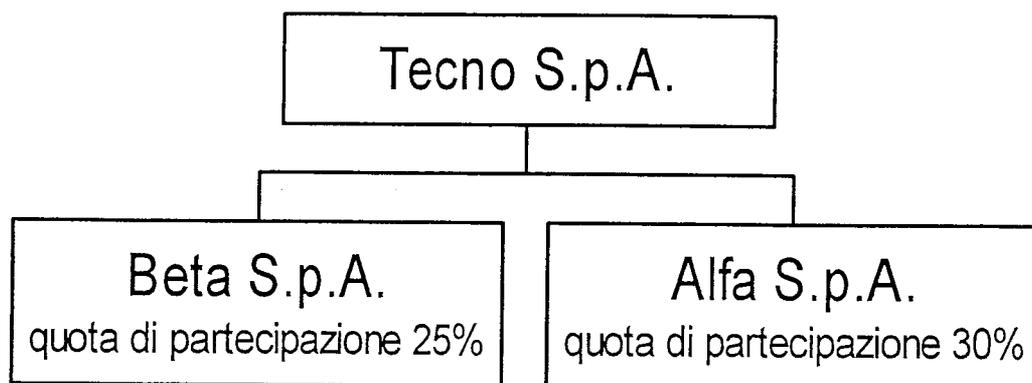
Il marcato sviluppo registrato negli anni '80 viene coronato nei primi anni '90 mediante la realizzazione di nuovi insediamenti produttivi nell'Italia centrale.

La società Tecno possiede, al 31/12/1995 due partecipazioni. La prima (Alfa) è stata acquisita nel 1988 ed è relativa ad una società industriale, dotata di un rilevante patrimonio impiantistico ancora oggi all'avanguardia per la produzione di argon. La seconda partecipazione (Beta) è stata acquisita agli inizi del 1993 e riguarda una società commerciale, caratterizzata da una struttura di vendita agile e capillare, in grado di servire aree geografiche in precedenza trascurate da Tecno.

Nel 1995 la società Tecno ha realizzato un fatturato di oltre 60 miliardi, avvalendosi dell'opera di 270 dipendenti e di circa 35 padroncini. In Italia, la quota di mercato raggiunta nel 1996 dalla società Tecno è risultata pari al 5,8%.

L'andamento del mercato dei gas tecnici nell'ultimo quinquennio è stato sostanzialmente stabile.

Le previsioni di sviluppo della domanda interna di gas tecnici sono strettamente legate alla ripresa dell'economia. Comunque non si prevedono repentini cambiamenti a breve della tendenza mediamente registrata nell'ultimo periodo, né delle dinamiche competitive all'interno del settore. Quest'ultimo, infatti, sembra aver raggiunto un proprio equilibrio sotto il profilo della concentrazione, anche a seguito delle numerose operazioni dirette in tal senso negli anni '80.



2. Il profilo patrimoniale

La collocazione temporale del caso descritto in queste pagine è giugno 1996. Le informazioni disponibili sono naturalmente condizionate dalla menzionata collocazione temporale.

Il patrimonio netto contabile della società Tecno al 31/12/1995 risulta così composto (dati in milioni di lire):

Capitale sociale	10.000
Riserva legale	1.556
Altre riserve	3.782
Utili di esercizi precedenti	246
Utile dell'esercizio 1995	5.184
Totale patrimonio netto	20.768

Una analisi approfondita della reale consistenza patrimoniale della società Tecno pone in luce gli aspetti nel seguito illustrati:

a) Terreni, fabbricati ed impianti

La società risulta proprietaria di diversi terreni e fabbricati, nonché di un rilevante patrimonio impiantistico. Il valore corrente degli stessi è stato accertato da società di estimo dotata delle competenze necessarie ed all'uopo designata. Le conclusioni cui la società in parola è giunta sono nel seguito riassunte (dati in lire milioni):

	Valore lordo contabile al 31/12/95	Fondo d'ammortamento al 31/12/95	Valore netto contabile al 31/12/95	Valore corrente
Terreni	754	0	754	7.400
Fabbricati	10.546	3.563	6.983	11.100
Impianti	12.845	2.480	10.365	13.200

b) Magazzino

Il magazzino è costituito dal c.d. "parco bombole".

Nel bilancio al 31/12/95 il valore attribuito al magazzino è pari a 4.415 milioni; il criterio utilizzato è il LIFO. Ove il magazzino fosse valorizzato a FIFO il suo valore sarebbe di 5.000 milioni.

c) Partecipazioni

I dati disponibili circa le partecipazioni sono i seguenti (L./milioni):

	<u>Quota di partecipazione</u>	<u>Costo d'acquisto</u>	<u>Patrimonio netto contabile della partecipata (100%)</u>
Alfa	30%	800	10.800
Beta	25%	1.200	3.000

Le partecipate sono iscritte nel bilancio al 31/12/1995 al costo d'acquisto.

d) Beni in leasing

L'impresa ha finanziato la propria crescita anche ricorrendo al leasing finanziario per l'acquisizione di alcuni fabbricati. Il valore corrente di tali fabbricati è stato stimato pari a 4.300 milioni, mentre il valore attuale del debito residuo verso la società di leasing è pari a 3.600 milioni.

L'emersione dei plusvalori afferenti il profilo patrimoniale determinerà, in prospettiva, oneri fiscali la cui entità è oggi funzione:

- 1) della possibilità di differire tale onere fiscale su cinque anni;
- 2) della manifestazione temporale più o meno prossima di tale onere fiscale.

Le aliquote ritenute congrue per esprimere gli oneri fiscali latenti sul patrimonio sono le seguenti:

Terreni, fabbricati, impianti:	15%
Partecipazioni:	15%
Magazzino :	40%

3. Il profilo reddituale

I risultati netti emergenti dai bilanci civilistici della società Tecno, nonché quelli previsti dal budget 1996 sono i seguenti (L./milioni):

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
Risultato netto di esercizio	3.040	4.162	5.184	5.800*

* Risultato stimato ante imposte

Con riguardo a tali risultati si segnalano i seguenti aspetti di rilievo:

- a) il carico fiscale riflesso in tali risultati è ricollegabile ad eventi non ripetibili in prospettiva. Grazie al regime particolarmente favorevole accordato dal fisco in relazione all'ubicazione di alcuni degli impianti produttivi è ragionevole stimare un carico fiscale prospettico di circa il 40%. Le imposte scontate dai risultati sopra riportati sono state le seguenti:

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
Imposte	1.156	1.268	1.975	

- b) i redditi sopra riportati riflettono i seguenti componenti straordinari relativi alla chiusura di alcuni impianti (nel 1994) e alla vendita di un fabbricato (nel 1995);

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
Plusvalenze (minusvalenze)		(450)	1.550	

- c) nel 1993 la società ha proceduto ad una rilevante svalutazione del magazzino per l'inatteso deterioramento di una parte rilevante del parco bombole. La svalutazione è ammontata a 900 milioni;

- d) nel 1995 è stato effettuato un accantonamento a fondo rischi diversi per 380 milioni. Tale accantonamento, indeducibile fiscalmente, ha determinato la costituzione di un fondo di pari importo iscritto nel passivo del bilancio al 31/12/95. Esso, in realtà, non appare finalizzato a fronteggiare alcun rischio specifico d'impresa. La sua natura è pertanto assimilabile a quella delle riserve;

- e) si consideri che i terreni non sono ammortizzati, mentre i fabbricati sono ammortizzati con l'aliquota del 3% e gli impianti con quella del 20%. Gli ammortamenti contabilizzati negli esercizi considerati sono stati i seguenti:

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
ammortamenti impianti	1.745	1.717	1.857	2.156
ammortamenti fabbricati	280	298	246	310

- f) i canoni di leasing contabilizzati nei bilanci civilistici del periodo 93-95 e nel budget 1996 sono i seguenti:

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
canoni di leasing	450	465	425	380

I canoni di leasing, come è noto, sono composti da una quota capitale e da oneri finanziari. La quota capitale implicita nei canoni sopra riportati è la seguente:

	<u>1993</u>	<u>1994</u>	<u>1995</u>	<u>1996</u>
quota capitale canoni	200	230	260	280

4. La stima del capitale economico di Tecno S.p.A.

Per la stima del capitale economico di Tecno S.p.A. si utilizzano due criteri: il metodo misto patrimoniale - reddituale, con stima autonoma dell'avviamento (detto metodo UEC), e il metodo reddituale puro. I due metodi ora menzionati sono quelli più diffusamente utilizzati dalla prassi dell'Europa continentale per la valutazione di aziende industriali.

La valutazione qui descritta assume come data di riferimento della stima il 31/12/1995.

Il metodo UEC postula la preliminare definizione delle grandezze *patrimonio netto rettificato (K)* e *reddito medio normale atteso (R)*. Quest'ultima grandezza è inoltre alla base dell'applicazione del criterio reddituale puro.

La determinazione del patrimonio netto rettificato (K) è descritta nella tavola 1.

Tavola 1: Determinazione del patrimonio netto rettificato (dati in L. milioni)

				31/12/95
Capitale sociale				10.000
Riserva legale				1.556
Altre riserve				3.782
Utili portati a nuovo				246
Utile dell'esercizio				5.184
Patrimonio netto contabile				20.768
<u>Rettifiche:</u>				
	rett.	aliquota	eff. Fiscale	rett. netta
	lorda			
Terreni				
Fabbricati				
Impianti				
Magazzino				
Partecipazioni				
Beni in leasing				
Riserva rischi diversi				
Totali				
Patrimonio netto rettificato				35.726

Le rettifiche apportate alla consistenza contabile del patrimonio netto sono finalizzate a riesprimere i plusvalori latenti, al netto dei relativi effetti fiscali.

In particolare si segnalano i seguenti aspetti:

- a) Per quanto riguarda le partecipazioni, Beta viene valorizzata al costo storico in quanto l'acquisto è recente (1993) ed il prezzo pagato viene ritenuto maggiormente espressivo del valore economico rispetto al dato di patrimonio netto contabile. La partecipazione Alfa, invece, viene valutata in base al patrimonio netto contabile in quanto il costo è remoto (1988) e pertanto non ritenuto significativo quale indicatore di valore economico. La plusvalenza complessiva pari a L. 2.440 risulta pertanto dalla differenza tra il valore di bilancio della partecipazione Alfa (L. 800) e la quota di patrimonio netto contabile nella quota di pertinenza (30% di L. 10.800). Va detto che, ove fossero disponibili le informazioni necessarie, si dovrebbe procedere alla stima del capitale economico delle partecipate ai fini di riflettere, in capo alla controllante Tecno S.p.A., la quota pertinente di valore.
- b) La rettifica per beni in leasing è pari alla differenza tra il loro valore corrente e il debito residuo attualizzato verso la società di leasing.
- c) L'attrazione nel patrimonio netto del *fondo rischi diversi* è conseguenza della sua natura di riserva più che di fondo. In questo caso le imposte latenti non si calcolano dal momento che l'accantonamento che ha alimentato il fondo in parola non era deducibile. Tale fondo ha pertanto già scontato l'effetto imposte.

La determinazione del reddito medio normale atteso (R) è descritta nella tavola 2.

Tavola 2: Determinazione del reddito medio-normale atteso (dati in L. milioni)

	1993	1994	1995	1996
Reddito netto da bilancio	3.040	4.162	5.184	5.800
<i>Rettifiche:</i>				
Storno delle imposte				
Storno plusvalenze / minusvalenze				
Storno svalutaz. straord. Magazzino				
Storno acc. to fondo rischi diversi				
Storno quota capitale canoni di leasing				
Storno ammortamenti contabili impianti				
Storno ammortamenti contabili fabbricati				
Redditi rettificati ante imposte e amm. ti				
Correzione monetaria				
Redditi a lire 31/12/95				
Pesi				
Reddito medio ante amm.ti e imposte				
Amm.ti val. corrente fabbricati				
Amm.ti val. corrente impianti				
Amm.ti val. corr. beni in leasing				
Reddito ante imposte				
Imposte				
Reddito medio normale atteso	3.145			

Le rettifiche apportate ai risultati contabili sono finalizzate ad esprimere la capacità dell'azienda di generare reddito in prospettiva (c.d. Reddito medio – normale atteso).

Tra le rettifiche si segnala in particolare quanto segue:

- a) I canoni di leasing vengono stornati per la relativa quota capitale in quanto si ricalcolano gli ammortamenti sui valori correnti dei beni medesimi.
- b) Vi deve sempre essere coerenza tra la dimensione patrimoniale (patrimonio netto rettificato) e quella reddituale (reddito medio – normale atteso). L'aver attribuito al *fondo rischi diversi* natura di riserva comporta lo storno del relativo accantonamento.
- c) L'attribuzione di pesi ai redditi normalizzati dei singoli anni è funzione della significatività riconosciuta a ciascun risultato in una prospettiva futura.
- d) Si stornano gli ammortamenti contabili e si ricalcolano gli ammortamenti sui valori correnti.
- e) Le imposte vengono ricalcolate in considerazione dell'aliquota di fatto mediamente gravante, in prospettiva futura, sui risultati aziendali.

Determinata la dimensione patrimoniale e quella reddituale è ora possibile applicare gli algoritmi valutativi propri del metodo UEC e del metodo reddituale.

A tal fine sono stati assunti i seguenti parametri:

Tasso di rendimento di settore (i nel metodo UEC): 6%, desunto dai moltiplicatori di Borsa per aziende operanti nel medesimo settore.

Tasso di attualizzazione (i' nel metodo UEC): 8%, superiore di due punti percentuali rispetto al precedente tasso (i) per tenere conto della rischiosità specifica d'impresa.

Periodo di attualizzazione (n nel metodo UEC): 5 anni, coerentemente con l'orientamento della prassi più diffusa.

Tasso di capitalizzazione (i nel metodo reddituale): 8%, pari al tasso di attualizzazione del metodo UEC, in considerazione del fatto che il tasso in esame deve riflettere la rischiosità specifica d'impresa.

La tavola 3 riassume i risultati dell'applicazione dei criteri valutativi prescelti.

Tavola 3: Il Valore economico di Tecno (dati in L. milioni)

<u>UEC</u>	<u>Reddituale</u>	
Patrimonio netto rettificato =	R =	
Reddito medio normale atteso =	tasso i =	
Rendimento sudd. di settore (i) =		
Tasso di attualizzazione (i') =	W = R/i =	39.308
Orizzonte temporale (n) =		
Goodwill =		
W = K + Goodwill =		39.723

Considerata la sostanziale convergenza dei risultati dei criteri valutativi prescelti, appare congruo definire in L. 39,5 miliardi il valore economico di Tecno S.p.A.