

I criteri di valutazione del capitale

La valutazione delle attività e delle passività nelle diverse configurazioni del capitale d'impresa

Piero Mella

In questo articolo si considerano le diverse configurazioni del capitale di impresa: capitale di costituzione; capitale di funzionamento; capitale di cessazione, distinto in: capitale di liquidazione, capitale di cessione, capitale di fusione, capitale di trasformazione, capitale economico.

Le differenti configurazioni differiscono per il momento in cui sono quantificate e per i criteri di valutazione adottati.

Si è proceduto all'analisi dei criteri di valutazione applicabili alle attività ed alle passività, distinguendo tra: criteri fondati sul costo, criteri fondati sul ricavo e criteri fondati sul valore d'uso.

Si sono infine correlati i differenti criteri alle varie configurazioni di capitale.

Il frequente uso di esempi numerici rende questa intricata tematica accessibile anche a coloro che, pur non essendo esperti di ragioneria, debbano effettuare valutazioni; lo studio si può rivelare utile anche per coloro che desiderino una visione sistematica, semplice, ma non superficiale, delle problematiche inerenti alle valutazioni.

Il capitale: le attività, le passività ed il capitale netto

Per lo svolgimento della loro attività le imprese impiegano fattori produttivi, sia a veloce sia a lento ciclo di utilizzo, che acquisiscono da altre aziende.

Per poter acquisire i fattori di cui necessitano, le imprese devono potere disporre di risorse finanziarie, cioè di denaro e di altri mezzi di pagamento.

Tali risorse finanziarie possono essere:

- conferite a titolo di *capitale di rischio* dall'imprenditore capitalista;
- acquistate a titolo di *capitale di prestito* mediante finanziamenti (o prestiti) ottenuti da altre aziende.

I fattori che l'impresa acquista sono continuamente impiegati nei processi produttivi, ma tale impiego si attua con gradualità; tra l'acquisto dei fattori ed il loro utilizzo può intercorrere un periodo di tempo anche abbastanza lungo; così, per esempio, posso acquistare 1.000 pezzi di materia prima in data 13/2 ma posso utilizzarli gradualmente, per esempio nella misura di 10 pezzi il giorno o di 100 pezzi al mese; un macchinario può essere acquistato il 15/4 e può essere utilizzato per 6 anni; e così via.

È facile, quindi, immaginare che in ogni istante t della vita aziendale saranno presenti nelle coor-

dinazioni economiche quantità varie di fattori produttivi acquisiti prima di quell'istante ma utilizzabili oltre quell'istante (figura 1 a).

Anche i finanziamenti ottenuti dall'impresa possono avere diversa durata e possono, quindi, essere rimborsati con gradualità.

Parallelamente, allora, in qualunque istante t potranno essere presenti finanziamenti ottenuti nel periodo anteriore a t ma rimborsabili oltre t (figura 1 b).

Il complesso dei fattori dei quali l'impresa può disporre in un dato istante per lo svolgimento della futura gestione e dei finanziamenti a vario titolo contratti per l'acquisizione di quei fattori — opportunamente valutati — si definisce *capitale d'impresa* o anche *patrimonio aziendale*.

I valori dei fattori dei quali l'impresa può disporre in un dato istante per le future attività produttive si denominano *componenti positivi* — o "attivi" — *del capitale di impresa* o, anche, sinteticamente, "attività"; i valori dei finanziamenti ancora accesi a quell'istante si considerano *componenti negativi* — o "passivi" — *del capitale di impresa* o, anche, sinteticamente, "passività".

La differenza tra attività e passività configura il *capitale netto* (o *capitale proprio* o *patrimonio netto*) dell'impresa.

+ Valore dei fattori disponibili all'istante t = + Attività

- Valore dei finanziam. accesi all'istante t = - Passività

= Val. dei fattori al netto dei vincoli a t = Cap. netto

Il Conto del Capitale

Risulta, allora, che in ogni istante (t) deve valere la relazione:

$$\text{ATTIVITÀ } (t) - \text{PASSIVITÀ } (t) = \text{CAPITALE NETTO } (t) \quad [1]$$

che può anche scriversi nella forma seguente, denominata *forma bilanciante* (o contabile):

$$\text{ATTIVITÀ } (t) = \text{PASSIVITÀ } (t) + \text{CAPITALE NETTO } (t) \quad [2]$$

L'espressione [1] indica che il **CAPITALE NETTO** risulta determinato quale differenza, o "saldo",

tra i valori *positivi* delle **ATTIVITÀ** ed i valori *negativi* delle **PASSIVITÀ** ed assume il significato di *fondo di valori* complessivamente investito nell'impresa in quell'istante dal capitalista imprenditore.

L'espressione [2], invece, indica che le **ATTIVITÀ** eguagliano sempre la somma tra le **PASSIVITÀ** ed il **CAPITALE NETTO**.

Così, se supponiamo che alla data del 2 ottobre 19XY l'impresa ALFA possa disporre di un fabbricato valutato 800, di valore d'acquisto pari a 1.000 milioni (ML) ed ammortizzato per 200 ML,

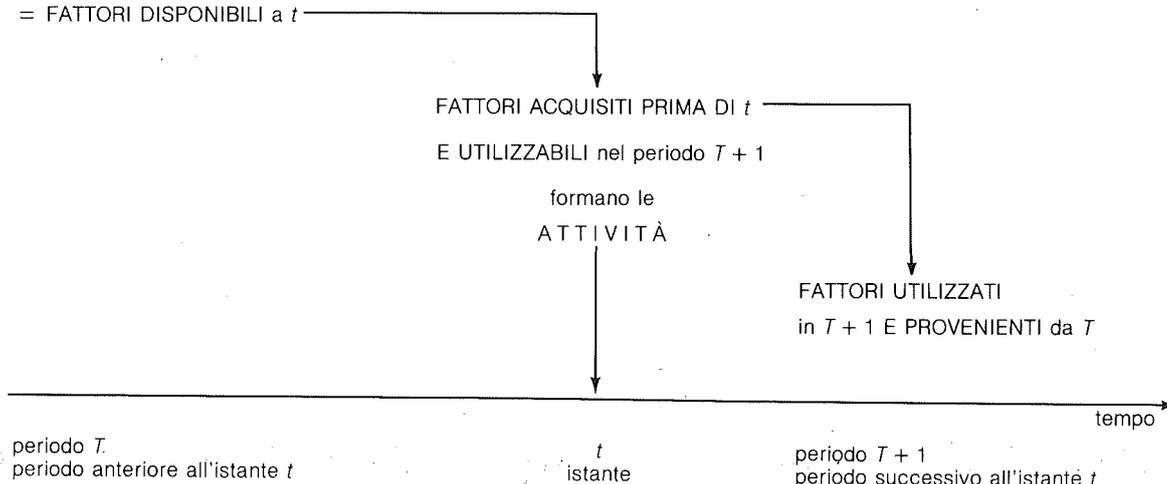
Figura 1

L'osservazione istantanea dei fattori disponibili e dei finanziamenti accesi

a) i fattori disponibili all'istante t

+ FATTORI ACQUISITI nel periodo T
- FATTORI UTILIZZATI nel periodo T

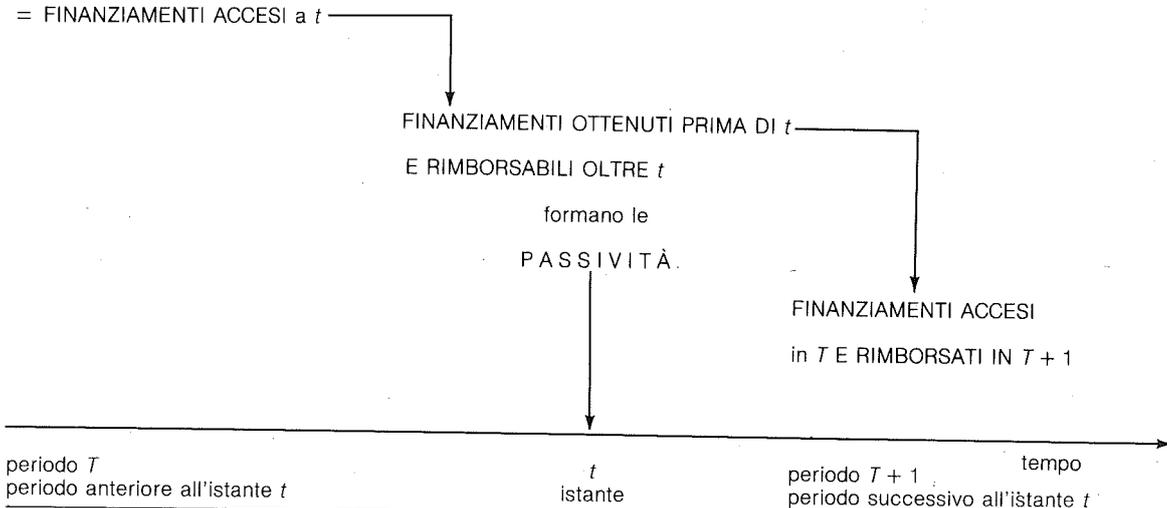
= FATTORI DISPONIBILI a t



b) i finanziamenti accesi all'istante t

+ FINANZIAMENTI OTTENUTI nel periodo T
- FINANZIAMENTI RIMBORSATI nel periodo T

= FINANZIAMENTI ACCESI a t



di macchinari valutati 500, di valore d'acquisto pari a 1.500 ML ed ammortizzati per 1.000 ML e di materie prime ancora da utilizzare valutate 200 ML, oltre che denaro contante per 10 ML, e che abbia debiti verso banche per 80 ML, debiti verso fornitori per 120 ML, mutui per 600 ML, utilizzando la [1] si può determinare l'entità del capitale netto con il seguente calcolo:

CALCOLO DEL CAPITALE NETTO DELL'IMPRESA ALFA

ATTIVITÀ:	
— denaro in cassa	10
— materie prime	200
— macchinari	
+ valore storico	1.500
— fondo ammortamento	1.000
	500
— fabbricati	
+ valore storico	1.000
— fondo ammortamento	200
	800
Totale Attività	1.510
PASSIVITÀ:	
— debiti verso banche	80
— debiti verso fornitori	120
— mutui (passivi)	600
Totale Passività	800
CAPITALE NETTO:	
— Attività totali	+ 1.510
— Passività totali	— 800
Totale Capitale Netto	+ 710

Se, invece, utilizziamo la [2], possiamo scrivere:

+ Attività totali	+ 1.510
=	
+ Passività totali	+ 800
+ Capitale netto	+ 710

Impiegando uno schema bilanciante che si denomina *Conto del Capitale* (o *Stato Patrimoniale*), la precedente relazione può anche essere scritta come segue:

CONTO DEL CAPITALE DELL'IMPRESA ALFA alla data del 2/10 (in forma economica)

DARE	AVERE
ATTIVITÀ	PASSIVITÀ e CAP. NETTO
— denaro in cassa	10
— materie prime	200
— + macchinari	1.500
— fondo amm.	1.000
	500
— + fabbricati	1.000
— fondo amm.	200
	800
Totale Attività	1.510
	— debiti v/banche
	80
	— debiti v/fornitori
	120
	— mutui passivi
	600
	Totale Passività
	800
	Capitale Netto
	710
	Totale a pareggio
	1.510

Il precedente *Conto del Capitale* rappresenta le attività e le passività distinte per natura. Definiamo la precedente struttura Conto del Capitale in forma *economica*. È possibile, però, anche iscrivere gli elementi del capitale di impresa distinti per segno come nella struttura seguente che definiamo in forma *contabile*.

CONTO DEL CAPITALE DELL'IMPRESA ALFA alla data del 2/10 (in forma contabile)

DARE	AVERE
ATTIVITÀ	PASSIVITÀ e CAP. NETTO
— denaro in cassa	10
— materie prime	200
— macchinari	1.500
— fabbricati	1.000
	— debiti v/banche
	80
	— debiti v/fornitori
	120
	— mutui passivi
	600
	— fondo amm. macch.
	1.000
	— fondo amm. fabbr.
	200
	Totale Passività
	2.000
	Capitale Netto
	710
Totale Attività	Totale a pareggio
2.710	2.710

Le diverse configurazioni di capitale

Dalla precedente definizione di *capitale di impresa* risulta che le attività e le passività che compongono il capitale:

- a) sono sempre riferite ad un istante *t*;
- b) devono essere *valutate*.

Il capitale d'impresa può essere, di conseguenza, specificato solo quando sono definiti l'*istante di riferimento* delle attività e delle passività e le *procedure di valutazione* seguite nell'attribuire loro il rispettivo valore.

Si configurano, allora, diverse nozioni di *capitale d'impresa* a seconda:

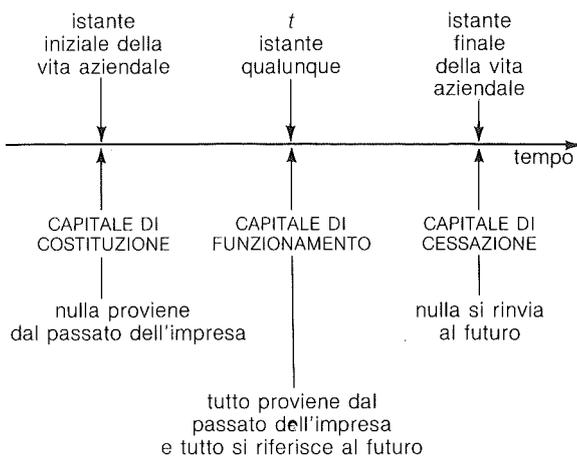
- a) del *momento di determinazione*;
- b) del *criterio di valutazione*.

Relativamente al *momento della determinazione* possiamo distinguere le configurazioni seguenti, illustrate nella figura 2.

1) **Capitale di costituzione:** si quantifica al momento della costituzione dell'impresa; rappresenta il valore della dotazione iniziale di fattori; vale a dire il valore dei fattori di cui l'impresa può disporre all'inizio della sua attività per le future trasformazioni produttive; tutte le attività e le passività che compongono il capitale di costituzione provengono da terze economie e non dalla precedente esistenza dell'impresa

2) **Capitale di funzionamento:** si determina in qualunque istante della vita dell'impresa successivo alla costituzione e rappresenta il valore attribuito in quell'istante ai fattori disponibili per le future trasformazioni produttive, nell'ipotesi di normale funzionamento futuro, cioè nell'ipotesi che la vita dell'impresa debba proseguire nel futu-

Figura 2
Le diverse configurazioni del capitale di impresa



ro senza modificazione dei suoi soggetti; il capitale di funzionamento è determinato dall'ipotesi di non conoscenza della data di cessazione dell'impresa (tale ipotesi è denominata *going concern principle*); tutte le attività e le passività del capitale di funzionamento traggono origine dalla vita passata dell'impresa ma hanno significato solo in quanto proiettate nel futuro; non è possibile iscrivere un'attività che non sia utilizzabile nella vita futura; non è possibile iscrivere una passività che non dia luogo a pagamenti nella vita futura; il capitale di funzionamento si determina in un dato istante t ma *collega il passato con il futuro rispetto a t* .

3) **Capitale di cessazione:** si quantifica quando interviene un evento che porti alla cessazione dell'impresa, quando, cioè, si voglia quantificare il valore dei fattori disponibili nell'ipotesi che la vita dell'impresa debba cessare; si hanno diverse configurazioni di *capitale di cessazione* quante le forme in cui può avvenire la cessazione; in particolare si può determinare un:

3.1) **capitale di liquidazione:** viene determinato quando si prevede la cessazione per liquidazione, al fine di determinare il valore netto realizzabile delle attività e il valore netto di estinzione delle passività; il capitale di liquidazione viene misurato nell'ipotesi che la vita dell'impresa cessi in quell'istante; nulla può quindi essere riferito al futuro; tutte le attività e le passività devono essere riferite solo all'istante della cessazione;

3.2) **capitale di cessione:** si determina per stabilire il valore dei fattori che vengono ceduti quando si attua una cessione dell'impresa; rappresenta il valore che un ipotetico compratore sarebbe disposto a pagare per istituire un'impresa nuova dotata di fattori analoghi a quelli dell'impresa già esistente, nello stato d'uso in cui si trovano; il capitale di cessione non rappresenta però il valore al quale avverrà la compravendita dell'impresa in

quanto l'impresa è già esistente e, di conseguenza, risulta essere in una posizione più favorevole di una impresa di nuova costituzione; l'impresa esistente è già *avviata* rispetto ad un'impresa nuova e le condizioni più favorevoli che la caratterizzano si denominano *avviamento*; per determinare l'*avviamento* è necessario procedere al calcolo del *capitale economico*;

3.3) **capitale di fusione o di incorporazione:** si quantifica per stabilire il valore del capitale di impresa quando questa debba fondersi con altra impresa, o debba essere incorporata da altra impresa, allo scopo di stabilire i valori relativi dei capitali delle imprese che si fondono e, subordinatamente, il valore del capitale dell'impresa risultante dalla fusione o dall'incorporazione;

3.4) **capitale di trasformazione:** si specifica in ipotesi di trasformazione della forma giuridica dell'impresa allo scopo di stabilire la consistenza del capitale d'impresa alla luce del nuovo soggetto giuridico.

4) **Capitale economico:** rappresenta il valore attribuito all'impresa quale oggetto unitario di negoziazione; è il valore attribuito all'impresa già costituita ed *avviata*; si determina quando si voglia cedere un'impresa o procedere ad una fusione con altra impresa.

È importante osservare che, mentre nelle altre configurazioni del capitale di impresa le ATTIVITÀ e le PASSIVITÀ sono determinate distintamente, così che il CAPITALE NETTO risulta quale differenza tra quelle attività e quelle passività, il *capitale economico* è un *valore unico*: rappresenta il valore unitariamente e sinteticamente attribuito al capitale netto di impresa.

Le procedure ed i criteri di valutazione

Come si è affermato al precedente paragrafo, possono configurarsi valori diversi del capitale d'impresa a seconda delle possibili *procedure di valutazione* adottabili per attribuire un valore alle attività ed alle passività.

Per *procedura di valutazione* intendiamo la successione delle fasi che portano alle valutazioni.

Per uno stesso bene possono essere utilizzate diverse procedure di valutazione le quali si diversificano in relazione ai *criteri di valutazione* utilizzati i quali, a loro volta, sono impiegati in funzione dei diversi *obiettivi di valutazione*.

Un criterio di valutazione è una regola per attribuire un valore ad un'attività e ad una passività.

Per procedere all'analisi dei più comuni criteri di valutazione relativi alle ATTIVITÀ, cominciamo con l'osservare che ad ogni bene, in generale — e quindi ad ogni fattore di produzione e ad ogni produzione dell'impresa, in particolare — possono essere associati tre valori fondamentali:

- 1) *valore di acquisizione* o *valore di costo* o *valore storico*: si attribuisce in fase di acquisto o, più in generale, di acquisizione, quando si forma il costo di acquisizione;
- 2) *valore di cessione*, o *valore di ricavo*: si attribuisce quanto si cede il bene e si forma il ricavo di vendita o di eliminazione;
- 3) *valore d'uso*: si quantifica in un istante intermedio tra la data dell'acquisto e la data della cessione o dell'eliminazione del bene.

Anche per gli elementi che formano le PASSIVITÀ del capitale possono essere attribuiti tre valori, con criteri del tutto paralleli a quelli appena indicati per le attività:

- 1) *valore di accensione*, o *valore storico*: si attribuisce nel momento in cui la passività sorge;
- 2) *valore di estinzione*: si riferisce al momento in cui la passività si estingue;
- 3) *valore d'uso*: si determina in qualunque istante intermedio tra il momento in cui la passività sorge e quello in cui viene estinta.

I diversi criteri di valutazione, di conseguenza, possono classificarsi in:

a) *criteri fondati sul costo*: suppongono che il bene da valutare sia stato o debba essere acquisito e mirano, quindi, ad attribuire un valore analogo a quello quantificabile in fase di acquisizione; i più comuni sono:

- a1) il criterio del costo storico di acquisto o di produzione;
- a2) criterio del valore residuo da ammortizzare;
- a3) il criterio del valore normale d'acquisto;
- a4) il criterio del valore nominale;

b) *criteri fondati sul ricavo*: suppongono che il bene da valutare debba essere oggetto di cessione o di eliminazione; mirano, quindi, ad attribuirgli un valore analogo a quello assegnabile in ipotesi di cessione:

- b1) criterio del ricavo presunto di vendita;
- b2) il criterio del valore di netto realizzo;
- b3) il criterio del valore attuale di scambio;
- b4) il criterio del valore di recupero;
- b5) il criterio del valore intrinseco;

c) *criteri fondati sul valore d'uso*: consentono di valutare i beni supponendo che prosegua il loro uso o impiego e che quindi occorra valutare i beni nell'ipotesi che l'impresa possa recuperare l'investimento attuato per la loro acquisizione:

- c1) il criterio del valore di sostituzione o del valore corrente;
- c2) il criterio del costo storico rivalutato;
- c3) il criterio del valore recuperabile tramite l'uso;
- c4) criterio del valore attuale;
- c5) il criterio della valutazione ad equity;
- c6) il criterio del valore economico;
- c7) il criterio del valore per l'impresa che costituisce il criterio fondamentale di valutazione.

I diversi *criteri di valutazione* si applicano alternativamente a seconda degli *obiettivi di valutazione* che si vogliono conseguire e che saranno specificati nei successivi punti.

Prima di procedere all'analisi delle diverse configurazioni di capitale procediamo all'esame dei criteri di valutazione.

I criteri di valutazione fondati sul costo

Esaminiamo la logica dei singoli criteri di valutazione.

Iniziamo dai *criteri fondati sul costo*:

• **CRITERIO DEL COSTO STORICO**. I fattori della produzione ed i beni in generale devono essere valutati allo stesso valore quantificato in fase di acquisizione, vale a dire al *costo di acquisto* per i fattori acquisiti mediante compravendita o il *costo di produzione* per quelli prodotti dalla stessa impresa.

Il *costo di acquisto* risulta determinato dal prodotto della quantità acquistata per il prezzo unitario di acquisto:

$$\begin{aligned} \text{Costo di acquisto} &= \\ &= \text{Quantità acquistata} \times \text{Prezzo unitario} \end{aligned}$$

Per gli acquisti sui mercati esteri, per i quali è previsto il regolamento in valuta, occorre convertire in lire (moneta di conto) il costo in moneta estera (moneta numeraria) applicando il cambio del giorno dell'operazione:

$$\begin{aligned} \text{Costo di acquisto} &= \text{Quantità acquistata} \\ &\times \text{Prezzo in valuta} \times \text{Cambio del giorno} \end{aligned}$$

Il costo di acquisto deve essere tuttavia considerato al netto dei componenti che direttamente lo rettificano quali gli sconti, gli abbuoni sistematici ed i premi di quantità; deve, invece, essere al lordo degli elementi rettificativi straordinari, quali gli utili e le perdite su cambi e gli abbuoni non sistematici.

Deve invece essere incrementato di tutti i costi accessori sostenuti per rendere il bene pronto per l'uso, quali i costi di sdoganamento, trasporto, installazione, collaudo, ecc.

Supponendo che un'impresa in data 12/3/1983 abbia acquistato un macchinario di costo pari a 30 milioni, per il quale siano stati sostenuti costi di installazione per 2 milioni, in qualunque data successiva il macchinario — con il criterio del costo storico — dovrebbe essere valutato a 32 milioni o, comunque, ad un valore *non superiore* a tale ammontare.

Occorre però osservare che quando la valutazione concerne i macchinari e gli altri fattori a lento ciclo, acquistati in valuta, le eventuali differenze di cambio negative, prodottesi in fase di pagamento del debito verso il fornitore, anche se

eccezionali, potrebbero essere portate in aumento del costo di acquisto convertito al cambio del giorno.

Il *costo di produzione* si determina quale somma dei costi dei fattori impiegati per produrre il bene che deve essere valutato:

Costo di produzione =
= Somma dei costi dei fattori impiegati per produrre quel bene

Il costo di produzione si applica nella valutazione dei semilavorati e dei prodotti finiti in giacenza e per la valutazione dei fattori pluriennali *costruiti in economia*.

Si possono quantificare differenti *configurazioni di costo di produzione* a seconda della specie di fattori inclusi nel calcolo; la stratificazione dei costi è di norma la seguente:

+ Costi di materie dirette
+ Costi di lavoro diretto
= Costo primo diretto
+ Costi di fabbricazione (compresi ammortamenti)
= Costo industriale della merce fabbricata
+ Costi commerciali
= Costo merce approntata per la vendita
+ Costi generali amministrativi
= Costo della merce venduta
+ Costi figurativi
= Costo economico tecnico

Per la valutazione dei prodotti finiti e delle costruzioni in economia — che per definizione non sono ancora state oggetto di vendita — si deve utilizzare la configurazione del costo industriale.

• **CRITERIO DEL VALORE RESIDUO DA AMMORTIZZARE.** Può essere considerato un'integrazione del precedente; si applica per le attività rappresentate da "fattori di struttura" avente utilizzo pluriennale e sottoposti a processo di ammortamento, quali i macchinari, le attrezzature, gli automezzi, i mobili e così via.

Se tali fattori sono stati sottoposti a processo di ammortamento, per realizzare la corretta correlazione tra il loro costo pluriennale ed i ricavi che con il loro utilizzo hanno concorso a quantificare, è necessario attuare la valutazione detraendo le quote di ammortamento già quantificate in passato, cioè il fondo ammortamento; la differenza tra il costo storico ed il fondo ammortamento è il *valore residuo da ammortizzare*; risulta:

+ Costo storico (eventualmente rivalutato)
- Fondo ammortamento
= Valore residuo da ammortizzare

Il *valore residuo da ammortizzare* costituisce la base per la quantificazione del valore recuperabile tramite l'uso (criterio c3) o per eventuali rivalutazioni (criterio c2).

Supponiamo che un macchinario di costo 10.000 milioni abbia tre anni di vita e sia stato

ammortizzato con tre quote di ammortamento pari a 1.500 milioni ciascuna.

Il *fondo ammortamento* risulta di 4.500 milioni mentre il *valore residuo* sarebbe pari a 5.500 milioni.

• **CRITERIO DEL VALORE NORMALE DI ACQUISTO.** Si applica per i fattori della produzione acquisiti senza scambio, come accade quando i fattori sono conferiti in fase di costituzione o quando i fattori sono acquisiti a condizioni particolari, per esempio a seguito del fallimento di una data impresa; in questi casi, poiché il costo di acquisto dei beni conferiti non si è direttamente manifestato per l'impresa, o non risulta significativo quello determinato per i beni acquistati dall'asse fallimentare, si attribuisce al fattore o al bene acquisito un valore pari a quello che sarebbe stato attribuibile in fase di acquisto, qualora si supponga che l'acquisto potesse essere effettuato alle "normali condizioni di mercato".

Il valore normale rappresenta, quindi, il valore che l'impresa avrebbe quantificato se avesse acquistato il fattore e in condizioni *normali*.

Supponiamo, per esempio, che l'impresa riesca ad acquistare da altra impresa in liquidazione un macchinario pressoché nuovo, avente prezzo di listino pari a 30 milioni, sostenendo un costo effettivo d'acquisto di soli 10 milioni; il criterio del valore normale impone di attribuire al macchinario il valore di 30 milioni anziché quello di 10 milioni corrispondente agli effettivi pagamenti.

Si renderebbe necessaria una "rivalutazione" del costo da 10 a 30 milioni (criterio c2).

• **CRITERIO DEL VALORE NOMINALE.** Si applica per i beni aventi natura finanziaria, quali il denaro, i crediti, anche rappresentati da titoli di credito, e per i debiti; tali beni hanno, infatti, un valore nominale che indica l'ammontare delle risorse monetarie che entreranno nell'impresa alla data dell'incasso del credito o che usciranno alla data del pagamento del debito; il criterio del valore nominale impone di valutare tali beni, appunto, a tale valore.

Supponiamo, per esempio, di avere acquistato in data 12/5 un BOT a tre mesi avente un prezzo di mercato di L. 9.800, pagandolo L. 7.800 per un valore nominale di L. 10.000; il criterio del costo storico imporrebbe di valutare il BOT a L. 7.800, pari al costo di acquisto effettivo; il criterio del valore normale imporrebbe una valutazione a L. 9.800; quello del valore nominale porterebbe ad attribuire un valore di L. 10.000.

I criteri di valutazione fondati sul ricavo

Esaminiamo ora i *criteri fondati sul ricavo*:

SPECIALI

• **CRITERIO DEL RICAVO PRESUNTO DI VENDITA.** Tale criterio si può applicare per i beni destinati a vendita, quali le merci, le produzioni, i titoli di credito, e così via, per i quali è possibile conoscere, o prevedere, un prezzo di vendita; il criterio impone di valutare i beni al ricavo previsto di vendita, definito dal prodotto tra la quantità venduta ed il prezzo unitario:

$$\text{Ricavo di vendita} = \\ = \text{Quantità vendibile} \times \text{Prezzo di vendita}$$

Supponendo che l'impresa debba valutare 1.000 unità di prodotto finito e che il prezzo di vendita sia pari a 10.000 lire per unità, la valutazione al ricavo porterebbe ad attribuire un valore pari a 10 milioni.

Per le passività, tale criterio imporrebbe una valutazione pari al valore che si prevede di rimborsare al momento della scadenza del debito.

• **CRITERIO DEL VALORE DI NETTO REALIZZO.** Tale criterio, denominato anche criterio del *valore di realizzo netto*, o anche del *ricavo attualizzato*, impone di valutare i beni destinati a vendita al ricavo presunto, al netto, però, dei costi ancora da sostenere, nel periodo antecedente la vendita, per conservare e vendere i beni:

$$\text{Valore di netto realizzo} = \text{Ricavi previsti} \\ - \text{Costi ancora da sostenere prima della vendita}$$

Supponiamo che l'impresa, dovendo valutare le 1.000 unità di prodotto finito di cui al precedente esempio, stimi che i costi di immagazzinamento e di "gestione" delle merci siano pari a 2.500; il valore attribuibile a tali beni non sarebbe di 10 milioni, come per il criterio del ricavo previsto futuro, ma di 7,5 milioni.

Per le passività rappresentate da debiti, tale criterio imporrebbe di valutare al previsto valore di rimborso, ma al netto dei costi ancora da sostenere fino al momento del rimborso.

Supponiamo di avere preso a prestito 1.000 lire tre mesi fa e di doverle rimborsare fra tre mesi, avendo pattuito un interesse del 12% annuo; con il criterio del valore nominale si attribuirebbe al debito il valore di 1.000; con il criterio del costo di estinzione si attribuirebbe un valore pari a 1.060; con il criterio del valore di netto realizzo la valutazione sarebbe pari a 1.030.

• **CRITERIO DEL VALORE ATTUALE DI SCAMBIO.** Tale criterio impone di attribuire ai beni non il valore di vendita che si prevede di conseguire nel momento in cui presumibilmente si venderanno quei beni, ma il valore che l'impresa conseguirebbe se vendesse quei beni proprio nel periodo in cui devono essere effettuate le valutazioni; supponiamo che le 1.000 unità di prodotti di cui ai precedenti esempi possano essere vendute nel periodo delle valutazioni ad un prezzo scontato (di realiz-

zo, per esempio) di 4.500; ipotizzando, allora, di attendere il periodo di normale vendita, quei prodotti potrebbero essere valutati 10 milioni (ricavo previsto) o 7,5 milioni (valore di netto realizzo); se si ipotizzasse, invece, la loro vendita alla data delle valutazioni, essendo questo un periodo di scarsa domanda, si attribuirebbe loro un valore, per esempio, di 4,5 milioni.

Analogamente, per le passività, tale criterio imporrebbe di attribuire ai debiti un valore pari alle risorse monetarie che occorrerebbe pagare se si potesse effettuare il rimborso nella data della valutazione.

Così, supponendo che il debito di 1.000 lire di valore nominale di cui all'esempio precedente, possa essere rimborsato anticipatamente, con una riduzione al 10% del tasso di interesse in ipotesi di rimborso anticipato, la valutazione potrebbe essere effettuata a 1.025.

• **CRITERIO DEL VALORE DI RECUPERO.** È simile ai precedenti ma si applica per i beni che normalmente non sono soggetti a vendita ma ad utilizzo, quali i macchinari, le materie prime e così via; tali beni non hanno, per definizione, un prezzo di vendita ma un prezzo di recupero, vale a dire un prezzo determinato per l'eliminazione dei fattori non più convenientemente utilizzabili dall'impresa.

Supponiamo che si siano acquistate 100 unità di materia prima, al prezzo di 1.000 caduna e che non siano più utilizzabili nei processi produttivi; l'unica destinazione di tali fattori sia, per ipotesi, l'eliminazione; il criterio impone di prevedere il prezzo di recupero, poniamo 300 lire, e di valutare le materie sulla base di questo, indipendentemente dal costo storico.

• **CRITERIO DEL VALORE INTRINSECO.** Per valore intrinseco si intende il valore attribuibile alle parti componenti di un dato bene, separatamente valutate.

Supponiamo che un'impresa di produzione di gioielleria debba valutare 10 anelli che erano serviti per formare il campionario; per valutarli non è possibile applicare il criterio del ricavo in quanto quegli anelli non sono vendibili né eliminabili; presumibilmente, in una prima fase, gli anelli saranno disassemblati per recuperare le pietre preziose incastonate; in un secondo tempo le montature saranno portate presso una fonderia di metalli preziosi (in un Banco Metalli) per recuperare l'oro puro contenuto; il valore intrinseco di quegli anelli risulta essere, allora, la somma dei valori separatamente attribuibili alle pietre preziose ed all'oro che si prevede di recuperare a seguito della fusione; per il calcolo del valore intrinseco è, però, necessario specificare anche i criteri di valutazione applicabili alle diverse componenti da valutare; così, se dalla fusione si dovessero recuperare 40 grammi di oro puro, occorrerebbe, in ogni

caso, decidere come valutare il metallo prezioso: se, per esempio a 15.000 lire il grammo di costo storico, o a 19.000 di valore attuale di scambio o ad altro valore ancora.

Criteri di valutazione fondati sul valore d'uso

Passiamo, infine, all'esame dei *criteri fondati sul valore d'uso*:

• **CRITERIO DEL VALORE DI SOSTITUZIONE O DEL VALORE CORRENTE.** Con l'utilizzo, un bene eroga la sua utilità all'impresa e questa trae vantaggi dall'impiego; se l'impresa fosse privata del bene si troverebbe nella necessità di sostituirlo con altro bene in grado di erogare analoga utilità; il criterio che stiamo esaminando impone di valutare i beni al valore di sostituzione, cioè al valore che l'impresa attribuisce al bene nell'ipotesi che debba procedere alla sua sostituzione; il valore di sostituzione solitamente corrisponde al costo che l'impresa dovrebbe sostenere per sostituire il bene, qualora ne venisse privata.

Il valore di sostituzione rappresenta perciò, in genere, il valore corrente del bene, cioè prezzo normalmente praticato sul mercato, opportunamente rettificato per tenere conto dello stato d'uso del bene da valutare.

Per i beni prodotti dalla stessa impresa, il valore di sostituzione corrisponde al costo di riproduzione calcolato sulla base dei valori correnti dei fattori produttivi utilizzati.

• **CRITERIO DEL COSTO STORICO RIVALUTATO.** Rappresenta una variante del criterio del valore corrente; spesso, per esprimere il valore corrente, si fa riferimento a *coefficienti di rivalutazione* opportunamente determinati che tengono conto dell'incremento medio dei prezzi di acquisto dei fattori da valutare; il prodotto tra il costo storico e l'opportuno coefficiente di rivalutazione consente di quantificare il *costo storico rivalutato* che costituisce una sufficiente approssimazione del valore corrente; i coefficienti di rivalutazione possono essere:

a) quantificati nella stessa impresa mediante sistematiche rilevazioni dei prezzi di acquisto dei fattori e del mix di acquisto o di produzione (la combinazione di acquisto o di produzione);

b) quantificati elaborando gli indici dei prezzi determinati periodicamente dall'ISTAT (Istituto Centrale di Statistica); l'ISTAT, per esempio, pubblica gli indici dei prezzi utilizzabili per la rivalutazione dei capannoni industriali, nonché gli indici dei prezzi di numerose categorie di beni;

c) indicati in provvedimenti di legge per consentire la rivalutazione omogenea dei "beni" delle imprese specificati nella norma stessa (le cosiddette leggi di rivalutazione per conguaglio moneta-

rio, quali la Visentini 1 del 1975 e la Visentini Bis del 1983.

Supponiamo di avere acquistato nel 1980 un capannone industriale ad un costo di 2.500 milioni; mediante stime condotte da un perito di fiducia risulta che per ricostruire un capannone analogo dovrebbe essere sostenuto un costo di 4.000 milioni. Gli indici dei prezzi relativi alla fabbricazione di capannoni industriali con caratteristiche analoghe a quelle del capannone da valutare ci informano che fatto 100 il prezzo del 1980, oggi si dovrebbe pagare un prezzo di 146.

Per effettuare la rivalutazione utilizzando gli indici dei prezzi è sufficiente impostare la proporzione:

$$\begin{aligned} \text{Costo storico} : \text{Indice anno di acquisto} &= \\ = \text{Costo rivalutato} : \text{Indice anno della valutazione} \end{aligned}$$

Il costo rivalutato, che rappresenta il termine incognito, si determina come segue:

$$\text{Costo rivalut.} = \text{Costo storico} \frac{\text{Indice anno della valut.}}{\text{Indice anno di acquisto}}$$

Sostituendo i dati si ottiene:

$$\text{Costo rivalutato} = 2.500 \frac{146}{100} = 3.650$$

Il rapporto

$$cr = \frac{\text{Indice anno della valutazione}}{\text{Indice anno di acquisto}}$$

rappresenta il *coefficiente di rivalutazione monetaria*.

Se si adottasse il criterio del costo, il capannone sarebbe valutato 2.500 milioni; con il criterio del costo di sostituzione sarebbe valutato 4.000; il criterio del costo storico rivalutato porterebbe ad una valutazione di 3.650 milioni.

• **CRITERIO DEL VALORE RECUPERABILE TRAMITE L'USO.** Il criterio si applica per i beni che non sono oggetto di vendita ma che sono utilizzati dall'impresa per un dato periodo e sono eliminati al termine di questo; il criterio impone di valutare tali beni nella misura pari alla *parte di costo* di acquisizione che si prevede di potere *recuperare* nel corso della vita economicamente utile del bene.

Più in particolare, per *valore recuperabile tramite l'uso* si intende la *parte di costo* di acquisizione che l'impresa prevede di potere recuperare:

- 1) o tramite i ricavi di vendita delle produzioni ottenute utilizzando il bene;
- 2) o tramite i ricavi conseguibili dalla cessione del bene stesso sia per vendita sia per eliminazione del bene non più utilizzabile.

Si può scrivere:

$$\text{Valore recuperabile} = \text{Costo di acquisto recuperabile tramite i ricavi di vendita delle produzioni}$$

$$+ \text{Quota di costo recuperabile tramite il ricavo di cessione o di eliminazione}$$

Supponiamo che l'impresa debba valutare un macchinario, acquistato a 10.000 milioni (o avente *valore residuo da ammortizzare* pari a 10.000), che preveda di impiegare per 5 anni; conveniamo anche che al termine dei 5 anni il fattore non abbia più alcun valore di eliminazione; il macchinario viene impiegato per svolgere processi produttivi per i quali si quantificano i seguenti valori di sintesi:

Ipotesi 1

— ricavi complessivi ottenuti dai processi	+ 35.000
— costi di materie	12.000
— costi di lavoro	8.000
— altri costi (escluso il macchinario)	3.000
Totale costi (escluso il macchinario)	— 23.000
margine disponibile per coprire i costi	
del macchinario	+ 12.000
costo del macchinario da recuperare	— 10.000
eccedenza dei margini sul costo	+ 2.000

Poiché l'intero costo del macchinario risulta recuperabile tramite i ricavi di vendita, la valutazione sarà pari a 10.000 (attenzione: non a 12.000).

Supponiamo ora che i processi produttivi nei quali trova impiego il macchinario presentino i seguenti valori:

Ipotesi 2

— ricavi complessivi	+ 30.000
— costi di materie	12.000
— costi di lavoro	8.000
— altri costi (escluso il macchinario)	3.000
Totale costi (escluso il macchinario)	— 23.000
margine disponibile per coprire i costi	
del macchinario	+ 7.000
costo del macchinario da recuperare	— 10.000
parte di costo non coperta dai margini	— 3.000

Poiché l'impresa non è in grado di coprire l'intero costo del macchinario, secondo il principio in oggetto a tale fattore non può essere attribuito un valore superiore a 7.000, essendo questo l'ammontare dei margini disponibili per la copertura del costo.

Consideriamo ora l'ipotesi in cui al termine della vita utile il macchinario presenti un valore di recupero (di eliminazione) pari a 4.000; la parte di costo da recuperare risulta essere solamente di 6.000:

Ipotesi 3

— costo del macchinario	10.000
— valore previsto di eliminazione	4.000
valore da recuperare	6.000

Un'importante osservazione: con il criterio del valore recuperabile tramite l'uso non si può attribuire ad un bene un valore superiore al costo; il valore del bene deve essere posto pari al costo se

questo risulta inferiore ai margini del processo in cui il bene viene utilizzato; se i margini hanno un ammontare inferiore al costo, una parte di questo non può essere recuperata; *il valore d'uso di un bene utilizzabile non può quindi mai superare la quota del costo di acquisizione recuperabile tramite i margini che si sono prodotti dai processi produttivi attuati con l'uso del fattore, detratti gli altri costi di produzione, o recuperabile tramite i ricavi di eliminazione.*

La quota di valore residuo *non* recuperabile tramite l'uso si definisce *valore di svalutazione.*

• **CRITERIO DEL VALORE ATTUALE.** Si applica per i valori finanziari fruttiferi di interessi; secondo il principio in oggetto, tali beni devono essere valutati al valore attuale alla data della valutazione; per valore attuale si intende:

- 1) il *montante finanziario*, se il bene da valutare è un capitale fruttifero di interessi a partire da una data anteriore a quella della valutazione;
- 2) il *valore attuale finanziario*, se il bene da valutare è un montante già comprensivo di interessi fino alla data della estinzione posteriore a quella della valutazione.

Supponiamo, per esempio, di dovere valutare in data 31/12, un credito di 10.000.000, sorto l'1/7, fruttifero di interessi al 14% annuo effettivo; il montante (*M*), in regime di capitalizzazione semplice, fino al 31/12, risulta pari a:

$$M = 10.000.000 \frac{(1 + 14 \times 6)}{1.200} = 10.700.000$$

La valutazione al valore nominale sarebbe pari a 10 milioni; quella al valore attuale, invece, pari a 10.700.000.

Consideriamo ora un BOT a 6 mesi, di 10.000, 12%, acquistato l'1/12, giorno dell'emissione, al corso di 94; la valutazione al costo porterebbe ad un valore di 9.400; quella al valore nominale ad un valore di 10.000 e quella al valore attuale ad un valore di:

— valore nominale al 31/5	+ 10.000
— interessi ancora da maturare	— 500
valore attuale	9.500

Lo stesso calcolo si sarebbe potuto attuare calcolando il corso *tel quel* al 31/12, prendendo come base il corso secco alla data dell'emissione.

• **CRITERIO DEL VALORE AD EQUITY O CRITERIO DELL'EQUIVALENZA.** Si applica solitamente per le partecipazioni, azionarie e non, e può essere considerato una variante del criterio del valore attuale. Quando si acquista una partecipazione in un'altra impresa possiamo attuare l'acquisto:

- a) al valore nominale del titolo, se la partecipazione è acquisita in fase di costituzione della società;

- b) al valore di emissione con sovrapprezzo, se la partecipazione è acquisita in fase di successivo aumento di capitale;
 c) al valore di borsa, per acquisti su tale mercato;
 d) al valore economico per acquisti consistenti, negoziati direttamente.

Quando si acquista una partecipazione si acquisisce anche il diritto di partecipare al capitale netto (equity) dell'impresa partecipata; indipendentemente dalla forma e dal costo della partecipazione, questa, in ogni istante, presenterà un valore patrimoniale attuale pari alla quota di valore di capitale netto nell'impresa partecipata.

Il criterio in oggetto prescrive di attribuire alle partecipazioni il valore della corrispondente quota di capitale netto (valore *ad equity* o metodo dell'equivalenza).

Supponiamo di avere acquistato una partecipazione del 10% nel capitale della società ALFA al costo di 1.000; il prezzo di borsa medio dell'ultimo periodo è pari a 4.000; il capitale netto della ALFA è di 25.000, per cui il valore *ad equity* del 10% di tale capitale è pari a 2.500.

Con il criterio del costo alla partecipazione si dovrebbe attribuire un valore non superiore a 1.000; con il criterio del valore attuale di scambio il valore sarebbe di 4.000; il valore *ad equity* si quantifica in 2.500.

• **CRITERIO DEL VALORE ECONOMICO.** Per valore economico di un bene si intende la somma dei valori attuali dei redditi prodotti dall'uso di tale bene, cui si somma il valore attuale dell'eventuale valore previsto di eliminazione:

$$\text{Valore economico} = \text{Valore attuale a } t \text{ dei redditi futuri (all'istante } t) + \text{Valore attuale a } t \text{ del ricavo di eliminazione}$$

Il criterio del valore economico si applica ai beni in grado di fruttare autonomamente redditi, quali i titoli, i fabbricati concessi in locazione, o, addirittura le imprese stesse, intese quali investimenti economici unitari, ed impone di assegnare a tali beni un valore pari al valore economico.

Il valore economico dipende, però, dalla *stima* (previsione) dei redditi futuri e dal tasso di attualizzazione adottato per il calcolo del valore attuale; è direttamente proporzionale ai primi ed inversamente al secondo; in particolare, quanto più *elevato* è il tasso impiegato tanto più *ridotto* risulterà il valore economico.

Supponiamo di dover valutare un titolo di rendita italiana di valore nominale 1.000 che frutti 50 lire di interessi all'anno in perpetuo; si tratta, in questo caso, di determinare il valore di una rendita perpetua avente rata pari a 50; indicando con R la rata costante e con $i\%$ il tasso effettivo annuo percentuale prescelto, la formula per il calcolo è la seguente:

$$\text{Valore economico} = \frac{R}{i\%} \times 100$$

Scegliendo il tasso del 5% annuo attribuiremmo un valore economico di 1.000, pari esattamente al valore nominale:

$$\text{Valore economico} = \frac{50}{5} \times 100 = 1.000$$

Con il tasso di attualizzazione del 10% il valore economico si ridurrebbe alla metà:

$$\text{Valore economico} = \frac{50}{10} \times 100 = 500$$

Se il tasso fosse, invece del 2,5% il valore economico raddoppierebbe:

$$\text{Valore economico} = \frac{50}{2.5} \times 100 = 2.000$$

Una *importante osservazione*: tra il valore nominale VR di un titolo che frutta un interesse al tasso effettivo ie ed il suo valore economico VE calcolato con il tasso di attualizzazione ia risultano le seguenti relazioni:

$$\begin{array}{ll} VE > VN & \text{se } ia < ie \\ VE < VN & \text{se } ia > ie \end{array}$$

Ciò spiega il motivo per cui in una fase economica nella quale i tassi di interesse sono calanti, il corso secco delle obbligazioni quotate, che generalmente esprime il valore economico del titolo calcolato al tasso di interesse medio del mercato (ia), risulta essere superiore al valore nominale; nel caso di tassi di interessi crescenti, invece, il corso secco scende al di sotto del valore nominale.

Il criterio del valore economico si può applicare anche per la valutazione dei titoli azionari e delle partecipazioni.

Il valore di borsa si può ritenere essere una stima che il mercato effettua sul valore economico dei titoli negoziati.

Supponiamo che una partecipazione sia acquistata a 1.000, abbia un valore *ad equity* di 2.500 ed un valore economico di 4.000.

Se la valutazione è effettuata *ad equity*, cioè a 2.500, la differenza tra tale valore ed il costo di 1.000 rappresenta un plusvalore derivante dal fatto che la società ha accumulato riserve che non sono state ancora distribuite; in quanto tale, il plusvalore deve essere considerato quale plusvalenza; la differenza tra valore economico, 4.000, e valore *ad equity*, 2.500, rappresenta l'avviamento (goodwill), cioè il plusvalore derivante dal fatto che l'impresa è in grado di produrre redditi futuri di ammontare così elevato da superare il puro valore del capitale netto valutato in ipotesi di funzionamento.

La differenza, infine, tra valore economico e costo di acquisto rappresenta il complessivo guadagno in conto capitale che deriva dall'acquisto della partecipazione (capital gain).

Quando una partecipazione è acquistata a

4.000 (prezzo fondato sul capitale economico) ed ha un valore ad equity di 2.500, e si decide di effettuare la valutazione a 2.500 (equity value), la differenza tra i due valori può essere iscritta tra le attività del capitale quale avviamento.

• **CRITERIO DEL VALORE PER L'IMPRESA.** Definiamo valore per l'impresa, o valore fondamentale per l'impresa, il valore più basso che questa attribuirebbe ai beni nell'ipotesi in cui alla data della valutazione potesse sostituire i beni da valutare con altri analoghi:

1) per le *materie prime* — fattori a veloce ciclo di utilizzo destinati ad essere impiegati nei processi di lavorazione — il valore per l'impresa corrisponde al *minore* tra il *costo di acquisto storico* ed il *costo sostituzione*, cioè di riacquisto, determinato alla data in cui si attua la valutazione.

Supponendo che l'impresa debba valutare materie in magazzino acquistate a 100 lire il pezzo:

- a) se alla data della valutazione il prezzo di riacquisto fosse pari a 100 o maggiore di 100, la valutazione sarebbe effettuata a 100;
- b) se alla data della valutazione il prezzo di riacquisto fosse pari a 99 o inferiore, la valutazione dovrebbe essere effettuata a 99 o al minore valore;

Se le materie fossero destinate ad essere eliminate la valutazione sarebbe al minore tra il costo e il previsto ricavo di eliminazione.

2) per i *prodotti finiti* e per i *semilavorati* — ottenuti dai processi di lavorazione e destinati a vendita — il valore per l'impresa corrisponde al *minore* tra il *costo di produzione* ed il *valore di netto realizzo*; supponiamo che l'impresa debba valutare prodotti finiti ottenuti a costo 100 e che i costi ancora da sostenere per conservare e vendere i prodotti siano previsti in 30:

- a) se alla data della valutazione il prezzo p di vendita previsto o programmato fosse pari a 130 o maggiore — così che il valore di netto realizzo fosse quantificato in $100 = p - 30$ — la valutazione sarebbe effettuata a 100;
- b) se alla data della valutazione il prezzo p fosse invece $p < 130$, la valutazione non dovrebbe superare il valore di $p - 30$;

3) per le *merci* e per i *titoli di credito* — acquistati per essere rivenduti — il valore per l'impresa corrisponde al minore tra *costo di acquisto*, *costo di riacquisto* e *valore di netto realizzo*; se l'impresa dovesse valutare merci in giacenza acquistate a 100, riacquistabili a 90 e rivendibili a 120, la valutazione dovrebbe essere effettuata a 90; se le merci acquistate a 100 fossero riacquistabili a 95 e rivendibili a 115 ma con costi da sostenere prima della vendita pari a 30, la valutazione dovrebbe essere pari a 85;

4) per i fattori a lento ciclo di utilizzo acquistati per essere utilizzati, il valore per l'impresa corrisponde al *minore* tra il *costo* e il *valore recuperabile tramite l'uso*.

Il capitale di costituzione

Il *capitale di costituzione* rappresenta il complesso dei fattori conferiti dal capitalista imprenditore per dotare l'impresa delle risorse necessarie per attivare i primi processi produttivi.

Da un punto di vista qualitativo il capitale di costituzione può essere composto da denaro o da fattori specifici quali merci o materie prime ed altri fattori materiali a veloce ciclo di utilizzo o macchinari, impianti, fabbricati ed altri fattori a lento ciclo di impiego. Non è infrequente il caso di conferimento anche di passività, oltre che di attività. Le passività possono fare parte già del capitale di costituzione, per esempio, quando l'imprenditore capitalista conferisce un'intera *azienda* già in precedenza funzionante; oppure quando si conferisce un fabbricato gravato di una residua quota di mutuo ipotecario.

Si denomina *conferimento in moneta* quello caratterizzato da solo capitale monetario; si ha, invece, *conferimento in natura* quando l'impresa nasce con una dotazione di fattori specifici.

Nell'aspetto quantitativo occorre esaminare:

- 1) gli obiettivi di valutazione;
- 2) i criteri di valutazione.

L'*obiettivo fondamentale* per la valutazione del capitale di costituzione è quello di specificare l'entità delle attività e delle passività *conferite in natura* attribuendo loro un valore analogo a quello che si sarebbe determinato se quelle attività e passività, anziché essere conferite in natura, fossero state acquisite direttamente dall'impresa.

In altri termini, il valore del capitale di costituzione deve dare la misura della quantità di denaro che l'imprenditore capitalista avrebbe dovuto conferire per consentire all'impresa di dotarsi degli stessi fattori che, invece, sono stati conferiti in natura.

Occorrerà dare, quindi, preferenza, per i criteri fondati sul costo che l'impresa dovrebbe sostenere per acquisire i fattori conferiti in natura e, in particolare, il criterio del valore normale, per i beni normalmente commercializzati, ed il criterio del costo di sostituzione per i beni fabbricati specificatamente.

Più in dettaglio:

- a) per le *attività e le passività monetarie non fruttifere di interesse*, il criterio del VALORE NOMINALE;
- b) per le *attività e le passività monetarie fruttifere di interesse*, il criterio del VALORE ATTUALE;
- c) per le *attività reali*, il criterio del VALORE DI

SOSTITUZIONE e, in particolare, quello del VALORE NORMALE per i beni "nuovi" commercializzati sul mercato;

d) per le *attività reali o finanziarie fruttifere di autonomo reddito*, costituenti attività accessorie, si può seguire il criterio del VALORE ECONOMICO.

Un'importante *osservazione*: per la corretta valutazione del capitale di costituzione non risulta significativo applicare il criterio del *costo storico* in quanto il costo non risulta sopportato dall'impresa ma dai soggetti che attuano i conferimenti. Si fa riferimento al costo storico solo nella misura in cui può essere base significativa per l'accertamento del valore di sostituzione o del valore normale.

Supponiamo che il signor COLLETTI costituisca un'impresa individuale conferendo denaro contante per 100.000 per i primi costi ed accendendo un conto corrente bancario intestato alla nuova azienda presso la BNL per un importo di L. 2.000.000.

Poiché il capitale di costituzione è rappresentato da valori liquidi non si pongono particolari problemi di valutazione; il capitale di costituzione risulta composto come indicato nel seguente Conto del Capitale:

CONTO DEL CAPITALE DI COSTITUZIONE DELL'IMPRESA COLLETTI	
DARE	AVERE
— Denaro in cassa 100.000	— Passività 0
— Banche c/c 2.000.000	— Passività iniziali 0
Attività iniziali ... 2.100.000	Cap. di costituz. . . 2.100.000

Supponiamo, ora, invece, che si costituisca la società CGR composta da tre soci: Colletti, Gabrielli e Rossi; il primo conferisce un fabbricato ubicato nella zona industriale della città, gravato da mutuo ipotecario per 500 milioni (ML); Gabrielli apporta materie prime; Rossi conferisce 300 ML in contanti, accendendo un conto corrente presso la Cariplo intestato alla nuova società, con firma disgiunta dei tre soci.

Si procede alla valutazione dei beni e si conviene di attribuire i seguenti valori:

- al capannone, il valore di 1.200 ML; tale valore risulta stimato dal perito Ing. Rivetti che tiene conto del costo di fabbricazione di un fabbricato analogo con una congrua riduzione per tenere conto dello stato d'uso di quello conferito;
- alle materie prime, il valore di 500 ML determinato sulla base dei prezzi medi praticati dai fornitori alla data della costituzione (valore normale).

Il capitale di costituzione risulta allora così composto e valutato:

ATTIVITÀ

Conto corrente bancario (per conferimento di Rossi).....	300
Materie prime (per conferimento di Gabrielli).....	500
Fabbricato industriale (per conferimento di Colletti).....	1.200
Totale attività iniziali.....	2.000

PASSIVITÀ

Mutui ipotecari (su fabbricato da Colletti).....	500
Totale passività iniziali.....	500

CAPITALE NETTO

Attività iniziali.....	+ 2.000
Passività iniziali.....	- 500
Capitale di costituzione.....	= 1.500

I dati precedenti potrebbero essere ordinati anche nel seguente Conto del Capitale:

CONTO DEL CAPITALE DI COSTITUZIONE DELLA SOCIETÀ CGR

DARE	AVERE
— Banche c/c..... 300	— Mutui passivi..... 500
— Materie prime..... 500	
— Fabbricati..... 1.200	— Passività iniz..... 500
	Capitale di costit. 1.500
— Attività iniziali..... 2.000	a pareggio..... 2.000

Il capitale di funzionamento

Il soggetto operativo di impresa, impiegando le risorse conferite tramite il capitale di costituzione, sviluppa la gestione attuando operazioni di acquisto, produzione, vendita, incasso, pagamento, finanziamento attivo e passivo.

Queste operazioni modificano il capitale di costituzione e, in ogni successivo istante, il capitale iniziale risulta variato sia nella *composizione* sia nell'*entità*.

Il capitale di impresa determinato in qualunque istante della vita dell'impresa successivo alla costituzione, ma antecedente alla cessazione, si definisce CAPITALE DI FUNZIONAMENTO.

Condizione perché il capitale determinato successivamente alla costituzione sia definibile capitale di funzionamento è che *le attività e le passività dell'impresa siano valutate "in ipotesi di funzionamento", cioè supponendo che l'impresa continui la propria attività anche nel futuro.*

Tra tutte le configurazioni del capitale d'impresa, quella rappresentata dal *capitale di funzionamento* è senza dubbio la più importante in

quanto la sua determinazione periodica non solo è indispensabile a fini gestionali per la conoscenza delle risorse disponibili all'impresa ma è anche imposta da norme cogenti di legge per tutte le imprese.

In termini qualitativi, il capitale di funzionamento in un dato istante sarà rappresentato, allora, sia dai fattori monetari disponibili sia dai crediti sia, infine, dai valori attribuiti ai fattori specifici, tanto a veloce quanto a lento ciclo di impiego; da tali *attività* si devono detrarre le *passività* per i debiti ancora da regolare nei confronti dei fornitori e per i finanziamenti ricevuti a vario titolo.

Il capitale di funzionamento è determinato solitamente al termine di ogni *periodo amministrativo*, quindi, di norma, ogni 12 mesi; se il periodo amministrativo coincide con l'anno solare, il capitale di funzionamento sarà determinato al 31/12 di ciascun anno.

Da un punto di vista quantitativo, occorre specificare:

- 1) gli obiettivi di valutazione;
- 2) i criteri di valutazione.

Obiettivo fondamentale di valutazione del capitale di funzionamento è quello di determinare il valore recuperabile delle attività ed il valore da estinguere delle passività alla data della valutazione, nell'ipotesi che i fattori siano impiegati nei processi produttivi e che le passività siano regolate a normali condizioni.

In altri termini, obiettivo della valutazione del capitale di funzionamento è quello di quantificare l'ammontare delle risorse monetarie investite nelle attività di funzionamento che la gestione potrà fare riaffluire alla cassa dell'impresa nonché l'ammontare delle risorse monetarie che dovranno uscire dalla cassa dell'impresa a fronte degli impegni fino a quel momento maturati.

Il capitale netto di funzionamento indica, quindi, l'ammontare netto delle risorse monetarie che la gestione può liberare per l'imprenditore capitalista tramite l'utilizzo dei fattori produttivi, al netto dei vincoli su di essi gravanti.

Per conseguire questo obiettivo dovranno essere privilegiati i *criteri di valutazione* fondati sul valore d'uso e, in particolare il criterio del *valore per l'impresa* o, in casi semplificati, il *criterio del costo* o il *criterio del valore recuperabile* tramite l'uso.

Più in dettaglio:

- a) per le *attività e le passività monetarie non fruttifere di interesse*, il criterio del VALORE NOMINALE;
- b) per le *attività e le passività monetarie fruttifere di interesse*, il criterio del VALORE ATTUALE;
- c) per le *attività reali* rappresentate da fattori specifici a veloce ciclo di utilizzo, quali le mate-

rie prime o le merci in magazzino o le giacenze di semilavorati e di prodotti finiti, il criterio VALORE PER L'IMPRESA;

- d) per le *attività reali* rappresentate da fattori ammortizzabili, il criterio del VALORE PER L'IMPRESA;
- e) per le *attività reali o finanziarie fruttifere di autonomo reddito*, costituenti attività accessorie, si può seguire il criterio del VALORE ECONOMICO;
- f) per le *attività reali* ottenute senza acquisto, come nel caso di beni ricevuti in omaggio (per donazione) si può seguire il criterio del VALORE NORMALE.

Il capitale di liquidazione

Comprende i fattori produttivi ed i vincoli su di essi gravanti valutati al termine della vita dell'impresa, quando il soggetto economico ha deciso di porre in essere le procedure di liquidazione.

Poiché con la liquidazione tutte le attività sono trasformate in denaro e tutte le passività devono essere saldate, e poiché con la liquidazione nessun valore può essere rinviato al futuro, il capitale di liquidazione sarà determinato con l'*obiettivo di valutazione* di quantificare l'ammontare netto delle risorse monetarie *effettivamente* disponibili per l'imprenditore capitalista dopo la cessione delle attività ed il regolamento delle passività.

Si sceglieranno, quindi i *criteri di valutazione* orientati al ricavo; in particolare:

- a) per i *valori liquidi* si impiega il criterio del VALORE NOMINALE;
- b) per i *beni vendibili nello stato d'uso in cui si trovano*, si utilizza il criterio del VALORE ATTUALE DI SCAMBIO;
- c) per i *beni da eliminare* si applica il criterio del RICAPO DI ELIMINAZIONE;
- d) per i *beni da cedere in parti* dopo avere recuperato le componenti dotate di valore, si impiega il criterio del VALORE INTRINSECO, congiuntamente con quelli sopra indicati;
- e) per i *crediti* si attua la valutazione al VALORE ATTUALE SCONTATO;
- f) per i *debiti* si compie la valutazione al VALORE ATTUALE SCONTATO se si prevede il regolamento anticipato oppure il criterio del VALORE NOMINALE se si prevede l'estinzione a scadenza;
- g) per i *beni eventualmente ripartiti tra i soci* di una società o ritirati in natura dall'imprenditore individuale la valutazione può essere effettuata al VALORE NORMALE o al VALORE DI SOSTITUZIONE; per i beni in grado di fruttare autonomi redditi, la valutazione potrebbe essere effettuata al VALORE ECONOMICO.

Il capitale di cessione ed il capitale economico, l'avviamento

Il *capitale di cessione* rappresenta il valore attribuibile alle attività ed alle passività dell'impresa in *ipotesi di cessione*, cioè nell'ipotesi che l'azienda venga ceduta ad un acquirente che ne continui l'attività.

Mentre con la liquidazione l'azienda viene scissa nelle sue parti componenti e le attività sono cedute singolarmente, con la cessione si cede l'intero complesso delle attività e delle passività aziendali.

Obiettivo fondamentale della valutazione del capitale di cessione è quello di quantificare l'ammontare delle risorse monetarie che l'*acquirente* dovrebbe investire per acquistare gli stessi fattori produttivi che compongono il capitale dell'impresa oggetto della cessione al netto dei vincoli su di essa gravanti che l'*acquirente* si accolla.

In altri termini, il capitale di cessione dovrebbe essere valutato per indicare l'ammontare delle risorse monetarie che l'*acquirente* dovrebbe conferire per costituire un'impresa analoga a quella oggetto della cessione.

I *criteri di valutazione* preferibili sono, di conseguenza, quelli che portano a valutare i beni sulla base del costo che l'*acquirente* sosterebbe per acquistare i beni ceduti; in particolare, saranno adottati i criteri del *costo di sostituzione* o del *valore economico*.

Il *criterio del costo di sostituzione* si giustifica per il fatto che l'*acquirente* che volesse acquistare un bene nello stato d'uso in cui si trova quello da valutare dovrebbe sostenere un costo pari al costo di sostituzione. Il *criterio del valore economico* si applica ai beni che possono fruttare un reddito autonomo e si giustifica per il fatto che il venditore dell'impresa non dovrebbe, in genere, essere disposto a cedere quel bene ad un valore inferiore a quello ottenibile con il suo diretto utilizzo per ottenere i redditi che il bene stesso è in grado di fruttare.

Il *capitale economico* rappresenta il valore attribuibile all'impresa quale "bene" in grado di fruttare redditi in futuro.

Quando l'impresa è ceduta in blocco, quale oggetto unitario, solitamente la valutazione è effettuata sulla base del criterio del valore economico ma *applicato all'impresa quale bene unitariamente valutato*.

Mentre il capitale di cessione risulta determinato attribuendo un valore alle *single* attività e passività, il capitale economico rappresenta un *valore unico*, quantificato sulla base della capitalizzazione dei redditi futuri previsti dell'unitaria impresa.

Il *capitale di cessione* risulta quindi essere un valore determinato per sintesi di valori particolari

attribuiti alle distinte attività e passività dell'impresa ceduta.

Il *capitale economico* rappresenta, invece, un elemento di autonoma determinazione.

Se, per semplicità indichiamo con $A(t)$ le attività e con $P(t)$ e $CN(t)$ le passività ed il capitale netto, risulta, in genere:

$$\begin{aligned} &+ A(t) \text{ Prima} \\ &- P(t) \text{ Prima} \quad \left| \text{Valori noti, determinati autonomamente} \right. \\ &= CN(t) \text{ Dopo} \quad \left| \text{Valore incognito, deter. per differenza} \right. \end{aligned}$$

Indicando, invece, con $CE(t)$ il capitale economico, risulta:

$$\begin{aligned} &+ A(t) \text{ Dopo} \\ &- P(t) \text{ Dopo} \quad \left| \text{Valore determinato sulla base di } CE(t) \right. \\ &= CE(t) \text{ Prima} \quad \left| \text{Valore noto, determinato sinteticamente} \right. \end{aligned}$$

Solitamente accade che il capitale di cessione determinato mediante sintesi dei valori delle attività e delle passività che lo compongono, valutate in ipotesi di cessione, non corrisponda al valore del capitale economico.

Il valore che raccorda le due configurazioni di capitale si definisce valore di avviamento.

Supponiamo di avere determinato il capitale di cessione di un'impresa nei seguenti valori:

ATTIVITÀ DI CESSIONE	
— crediti	1.000
— merci	2.000
— macchinari	4.000
— fabbricati	10.000
Totale attività	17.000
PASSIVITÀ DI CESSIONE	
— debiti	5.000
Totale passività	5.000
CAPITALE NETTO DI CESSIONE	
— attività	+ 17.000
— passività	- 5.000
Capitale Netto di cessione	12.000

Supponiamo anche che il *capitale economico* dell'impresa, unitariamente considerata, sia stato quantificato in 20.000.

Un ipotetico compratore sarà disposto quindi a corrispondere un prezzo indicativamente pari a 20.000 per acquisire un'impresa il cui capitale di cessione risulta pari solo a 12.000. La differenza tra il capitale economico ed il capitale netto di cessione rappresenta il *valore di avviamento*; nel capitale di cessione allora occorre inserire anche la voce AVVIAMENTO; essa rappresenta il maggior valore che si è disposti a pagare (che si vuole incassare) per acquisire (cedere) un'impre-

Tabella 3

BENI DA VALUTARE	CAPITALE DI COSTITUZIONE	CAPITALE DI FUNZIONAMENTO	CAPITALE DI LIQUIDAZIONE	CAPITALE DI CESSIONE	CAPITALE ECONOMICO
VALORI LIQUIDI	VALORE NOMINALE	VALORE NOMINALE	VALORE NOMINALE	CRITERI FONDATI	CRITERIO DEL VALORE ECONOMICO APPLICATO ALL'INTERA IMPRESA
CREDITI INFRUTTIF.	VALORE NOMINALE	VALORE NOMINALE	VALORE ATTUALE	VALORE	UNITARIO DA VALUTARE SULLA BASE DEI REDDITI FUTURI PREVISTI
CREDITI FRUTTIFERI	VALORE ATTUALE	VALORE ATTUALE	VALORE ATTUALE	DI SOSTITUZ.	
TITOLI	VALORE ATTUALE	VALORE ATTUALE	VALORI DI SCAM.		
PARTECIPAZIONI	VALORE DI SOSTITUZ.	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE DI SCAM.		
MATERIE PRIME	VALORE DI SOSTITUZ.	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
MERCI	VALORE NORMALE	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
SEMILAVORATI	VALORE DI RIPRODUZ.	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
PRODOTTI FINITI	VALORE NORMALE	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
IMMOBILIZZI MATER.	VALORE DI SOSTITUZ.	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
IMMOBILIZZI IMMAT.	VALORE DI SOSTITUZ.	VALORE PER L'IMPRESA	VALORE REALIZZABILE		
ATTIVITÀ REALI	VALORE ECONOMICO	VALORE ECONOMICO	VALORE ECONOMICO		
ATTIVITÀ GRATUITE	VALORE NORMALE	VALORE NOMINALE	VALORE NORMALE		
DEBITI INFRUTTIF.	VALORE NOMINALE	VALORE NOMINALE	VALORE ATTUALE		
DEBITI FRUTTIFERI	VALORE ATTUALE	VALORE ATTUALE	VALORE ATTUALE		

sa in aggiunta al valore attribuito alle attività ed alle passività cedute ed impiegabili nella futura gestione.

Inserendo l'avviamento nel capitale di cessione non rettificato per l'avviamento si realizza la perfetta coincidenza tra capitale di cessione rettificato e capitale economico:

ATTIVITÀ DI CESSIONE RETTIFICATE CON L'AVVIAMENTO	
— crediti	1.000
— merci	2.000
— macchinari	4.000
— fabbricati	10.000
— avviamento	8.000
Totale Attività rettificate	25.000
PASSIVITÀ DI CESSIONE	
— debiti	5.000
Totale Passività	5.000
CAPITALE NETTO DI CESSIONE RETTIFICATO	
— Attività rettificate	+ 25.000
— Passività	- 5.000
Capitale economico	20.000

Il valore di avviamento può essere anche pensato quale valore attribuito al complesso delle caratteristiche dell'impresa, considerata unitariamente, che consentono di ottenere redditi futuri in misura più elevata di quelli ottenibili da un'impresa di nuova costituzione cui potrebbe dare vita il compratore.

L'avviamento si giustifica, cioè, in quanto i redditi futuri ottenuti utilizzando i fattori che compongono il capitale di cessione sono superiori a quelli ottenibili da una impresa normale che possa attuare la propria attività con i fattori produttivi acquisiti separatamente.

L'avviamento trasforma i maggiori redditi futuri in un componente del capitale di impresa autonomamente iscritto tra le attività da parte dell'acquirente.

Una *prima importante osservazione*: l'avviamento caratterizza, in misura più o meno ampia tutte le aziende ma *non può mai essere un elemento del capitale di funzionamento* dell'impresa avviata; si può iscrivere solo tra le attività del capitale di funzionamento che l'acquirente determina *dopo l'acquisto dell'impresa*. In altri termini, l'avviamento può risultare tra le attività del capitale solo dopo che si è verificato un acquisto di azienda per la quale è stato pagato un valore economico superiore al capitale di cessione.

Una *seconda importante osservazione*: l'avviamento può essere positivo o negativo (nella terminologia inglese di distingue, infatti, esplicitamente tra *goodwill* e *badwill*); l'avviamento è negativo quando il capitale economico risulta inferiore al capitale di cessione. L'avviamento negativo non risulta normalmente evidenziato nel capitale di funzionamento dell'impresa acquistata in quanto, anziché iscrivere esplicitamente tale valore, l'acquirente, di norma, procede a svalutare alcune attività.