

---

# Prof. Eugenio Comuzzi

Ordinario di Economia Aziendale nell'Università di Udine  
Docente di Ragioneria 1 e 2, Metodologie e Determinazioni Quantitative d'Azienda 1 e 2,  
Economia dei Gruppi nell'Università di Udine

## 11b, Metodologie 1

**Performance e valore d'impresa.  
Valore e modelli di determinazione.  
Approfondimenti**

# L'agenda

---

- Riprendere le molteplici configurazioni di valore utilizzate nella prassi e nella dottrina
- Esaminare i diversi modelli proposti dalla prassi e dalla dottrina per la determinazione del valore economico del capitale d'impresa
- Fornire alcune ulteriori considerazioni introduttive sul tema del valore con riferimento all'impresa in generale

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **Quale valore?**

---

### **Lettura, analisi, discussione del Caso dell'impresa BB**

- **Analisi del fascicolo 1.**
- **Analisi del fascicolo 2.**
  - **Breve esame dell'assetto strategico-gestionale-strutturale e di quello economico-finanziario prospettici.**
  - **Determinazione del valore economico d'impresa. Approfondimento dei tecnicismi legati alla configurazione di valore.**
  - **Determinazione del valore economico d'impresa. Approfondimento dei tecnicismi legati all'applicazione dei modelli di valutazione utilizzati.**

# Alla ricerca del "Valore creato e perduto". La misurazione del valore

---



# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore**

---

### **I modelli per la misurazione del valore**

La dottrina economico-aziendale e la pratica operativa hanno elaborato nel tempo una grande varietà di costruzioni, le quali presentano impostazioni di fondo e caratteristiche anche profondamente diverse tra di loro. Tra queste si evidenziano:

#### **I modelli patrimoniali**

Si tratta di approcci che stimano il valore aziendale come somma del valore di specifici assets aziendali

#### **I modelli fondati sull'attualizzazione dei flussi finanziari**

Si tratta di approcci tesi a determinare il valore aziendale come somma dei flussi finanziari prospettici generati dall'oggetto di valutazione. Tra questi trovano particolare diffusione gli approcci FCFO e FCFE

#### **I modelli fondati sull'attualizzazione dei flussi reddituali**

Si tratta di approcci finalizzati a determinare il valore aziendale come somma dei flussi reddituali prospettici generati dall'oggetto di valutazione. Tra questi trovano particolare diffusione gli approcci RO e RN

#### **I modelli fondati su approcci misti**

Si tratta di approcci che si basano sul presupposto che il valore di un'iniziativa sia formato da diversi addendi: il valore dei suoi assets e il valore dei sovraredditi, vale a dire dei redditi che superano il costo del capitale

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli patrimoniali

---

### La filosofia di fondo

Gli approcci patrimoniali semplici fanno coincidere il valore del capitale come la differenza esistente tra il valore corrente di sostituzione degli elementi materiali attivi e quello degli elementi passivi che concorrono a formare il patrimonio aziendale. In particolare:

- gli elementi patrimoniali attivi vengono valutati sulla base dei valori correnti di riacquisto degli stessi;
- gli elementi patrimoniali passivi vengono valutati sulla base dei valori correnti di estinzione degli stessi.

Il valore del capitale così determinato costituisce una sorta di valore di ricostituzione dell'impresa in una prospettiva di funzionamento.

### Le costruzioni

Entrando nello specifico il valore aziendale può essere determinato attraverso:

- una costruzione sintetica, spesso chiamata anche empirica, in grado di snellire il processo di valutazione. Questa metodologia prevede che il valore degli assets dell'impresa venga calcolato in modo sintetico partendo dai dati contabili e stimando coefficienti di sopra/sottovalutazione dei singoli assets;
- una costruzione analitica, caratterizzata da una valutazione analitica dei singoli assets.

# Alla ricerca del "Valore creato e perduto". La misurazione del valore. Modelli patrimoniali

---

$$We = \sum_{i=1}^n AmM_i - \sum_{i=1}^n Pa_i$$

$$We = \sum_{i=1}^n AmM_i + \sum_{i=1}^n AiM_i - \sum_{i=1}^n Pa_i$$

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli patrimoniali

---

### Le potenzialità e i limiti

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tali approcci si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi. In particolare la focalizzazione sul valore degli elementi patrimoniali:

- consente di giungere alla determinazione di un valore economico attraverso un processo relativamente semplice, all'interno del quale l'area di soggettività appare fortemente contenuta. In questo senso la letteratura ha evidenziato come sebbene la metodologia patrimoniale non possa ritenersi un vero e proprio metodo di valutazione, essa possa condurre a un'informazione complementare utile per la stima finale del valore aziendale [Guatri, 1998];
- consente di identificare un valore di ricostruzione dell'impresa in ipotesi di funzionamento. Sulla base di questo approccio il modello in esame produce valori pari alle altre metodologie analizzate precedentemente solo ove la redditività normale ritraibile dall'impresa nel suo complesso sia pari alla sommatoria della redditività ottenuta dai diversi assets che costituiscono il patrimonio [Guatri, 1998].

A fronte di questi elementi positivi possiamo segnalare alcune criticità. In particolare la focalizzazione sugli elementi patrimoniali:

- implica una valutazione dettagliata di tutti gli assets dell'impresa con evidenti difficoltà di stima per i beni prodotti internamente o per i quali non esiste un mercato di riferimento [Massari, 1998];
- rende difficile identificare gli assets immateriali che non trovano immediata rappresentazione nel bilancio di esercizio;
- rende difficile procedere alla determinazione del valore di quei cespiti che non hanno un utilizzo autonomo ma il cui valore è fortemente dipendente dall'intera combinazione aziendale [Massari, 1998].



# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli finanziari**

---

### **La filosofia di fondo**

Gli approcci FCFO sono finalizzati alla determinazione del valore dell'impresa e assumono che il valore potenziale aziendale possa essere calcolato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa prodotti. Questi approcci ipotizzano che vi sia un nesso causale tra flussi di risultato prodotti e valore economico. In particolare, il metodo vede l'impresa come un investimento complesso e pertanto fa coincidere il valore aziendale con la somma dei pay off futuri attesi dallo stesso. Questi ultimi sono costituiti dai flussi di cassa operativi al netto dell'impatto fiscale (FCFO) mentre il tasso di attualizzazione viene fatto coincidere con il costo medio ponderato del capitale (WACC).

### **Le costruzioni**

Il valore aziendale può essere determinato attraverso numerose costruzioni. Tra queste si individuano:

- una costruzione sintetica, in grado di snellire il processo di previsione grazie alla costanza di alcuni parametri. Questi approcci utilizzano orizzonti temporali infiniti, flussi di cassa costanti o con tassi di crescita predeterminati e un costo del capitale stabile lungo l'intero periodo di analisi;
- una costruzione analitica, caratterizzata da una previsione dei flussi di cassa analitica anno per anno fino al termine della durata attesa dell'azienda;
- una costruzione mista, che utilizza un approccio composito in cui si procede alla costruzione analitica dei flussi di risultato attesi e del costo del capitale per un periodo limitato di tempo, mentre per la restante parte si utilizza un approccio sintetico.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli finanziari

$$W = \frac{FCFO}{WACC}$$

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{FCFO_T}{(1 + WACC)^T}$$

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli finanziari**

---

### **La filosofia di fondo**

Gli approcci FCFE sono finalizzati alla determinazione del valore del capitale di rischio e assumono che il valore potenziale dell'equity possa essere determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili per gli azionisti. Anche in questo caso si ipotizza che vi sia un nesso causale tra flussi di cassa prodotti e valore economico. Il metodo vede l'impresa come un investimento complesso e pertanto fa coincidere il valore del capitale di rischio con la somma dei pay off futuri attesi disponibili per questa particolare tipologia di finanziatori. Questi ultimi sono costituiti dai flussi di cassa complessivi disponibili per gli azionisti attualizzati ad un tasso di sconto pari al costo del solo capitale di rischio.

### **Le costruzioni**

Il valore aziendale può essere determinato attraverso costruzioni sintetiche, costruzioni analitiche, costruzioni miste.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli finanziari

$$We = \frac{FCFE}{Ke}$$

$$We = \sum_{T=1}^n \frac{FCFE_T}{(1 + Ke)^T}$$

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli finanziari**

---

### **Le potenzialità e i limiti degli approcci finanziari FCFO e FCFE**

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tali approcci si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi. In particolare parte della letteratura ha evidenziato che:

- le imprese tendono alla massimizzazione del flusso di cassa e conseguentemente i metodi finanziari di valutazione del capitale economico sono lo strumento più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine. Questo concetto viene spesso sintetizzato nel noto slogan “Cash is the King” [Copeland, Koller, Murrin, 1990];
- gli approcci FCFO e FCFE consentono di apprezzare in modo puntuale i flussi di risultato prodotti dalle imprese riconoscendo il momento di effettiva manifestazione monetaria e valutando puntualmente gli investimenti in capitale circolante e immobilizzato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 32-52];
- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali o patrimoniali. Questo aspetto induce a ritenere che il FCFO e il FCFE siano estimatori puntuali della capacità dell'impresa di generare valore economico [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];
- la possibilità di effettuare proiezioni analitiche dei FCFO e dei FCFE consente di catturare l'evoluzione attesa dei risultati d'impresa [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51];
- gli approcci FCFE consentono di valutare puntualmente i movimenti monetari derivanti da operazioni di finanziamento (acquisizione, remunerazione, restituzione) agevolando i processi di valutazione nelle ipotesi in cui si registrino frequenti interventi nella struttura finanziaria d'azienda [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001].

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli finanziari

---

### Le potenzialità e i limiti degli approcci finanziari FCFO e FCFE

A fronte di questo rigore metodologico le modellizzazioni in esame presentano alcuni limiti. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- gli approcci finanziari in generale necessitano di una consistente attività di pianificazione finalizzata a stimare i risultati prospettici attesi. Questo aspetto, soprattutto in condizioni di forte variabilità della dinamica aziendale, può portare a sovrastimare o sottostimare i fabbisogni finanziari per investimenti in capitale circolante e immobilizzato con conseguente impatto in termini di determinazione del valore economico. Alcuni autori sottolineano come queste difficoltà siano tali da rendere gli approcci finanziari eccessivamente soggettivi e sottoposti ad un reale rischio di arbitrarietà [Guatri, 1998];
- gli approcci finanziari risentono di un vizio di sostanza tale da renderli sconsigliabili nei processi di valutazione delle aziende. In particolare, alcuni autori sottolineano come nella valutazione delle aziende non si possa utilizzare il medesimo principio che si applicherebbe per la valutazione di un singolo progetto. Il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell'impresa; il flusso di risultato da scontare non può essere quindi costituito da un flusso di cassa che non garantisce la conservazione del capitale [Bini, 1997, p. 80];
- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati, soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante dei flussi di terminal value, può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei FCFO e dei FCFE utilizzano il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare consistenti difficoltà: 1. nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese; 2. nel trattare i flussi finanziari derivanti dalle forme di finanziamento ibride (prestiti obbligazionari convertibili, warrant, ...) [Massari, 1998; Donna, 1999; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004].

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli reddituali**

### **La filosofia di fondo**

Gli approcci reddituali di tipo operativo sono finalizzati alla determinazione del valore dell'entity e dell'equity e assumono che il valore dell'impresa possa essere determinato attraverso l'attualizzazione dei flussi reddituali operativi al netto degli oneri tributari. Questi approcci ipotizzano che vi sia un nesso causale tra flussi reddituali e valore economico.

### **Le costruzioni**

Entrando nello specifico il valore aziendale può essere determinato attraverso:

- una costruzione sintetica, in grado di snellire il processo di previsione e caratterizzata dalla costanza di alcuni parametri. Si tratta di approcci che tendono a utilizzare orizzonti temporali infiniti, flussi reddituali costanti o con tassi di crescita predeterminati, un costo del capitale stabile lungo l'intero periodo di analisi;
- una costruzione analitica, che si caratterizza per il fatto che la previsione dei flussi reddituali avviene analiticamente anno per anno sino al termine della durata attesa dell'azienda;
- una costruzione mista, che utilizza un approccio composito in cui si procede alla costruzione analitica dei flussi di risultato attesi e del costo del capitale per un periodo limitato di tempo, mentre per la restante parte si utilizza un approccio sintetico.

# Alla ricerca del "Valore creato e perduto". La misurazione del valore. Modelli reddituali

---

$$W = \frac{RO}{WACC}$$

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{RO_T}{(1+WACC)^T}$$



# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli reddituali**

### **La filosofia di fondo**

Gli approcci orientati al Risultato Netto sono finalizzati alla determinazione del valore del capitale di rischio e assumono che il valore dell'equity possa essere determinato attraverso l'attualizzazione dei risultati netti prospettici attualizzati al costo del capitale di rischio.

### **Le costruzioni**

Anche con riferimento a questo approccio si ipotizzano costruzioni sintetiche, analitiche, miste.

# Alla ricerca del "Valore creato e perduto". La misurazione del valore. Modelli reddituali

---

$$We = \frac{RN}{Ke}$$

$$We = \sum_{T=1}^n \frac{RN_T}{(1+Ke)^T}$$

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli reddituali**

### **Le potenzialità e i limiti degli approcci reddituali**

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tali approcci si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi. In particolare parte della letteratura ha evidenziato che:

- il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell'impresa; l'unico flusso in grado di garantire la conservazione del capitale è quello reddituale [Bini, 1997, p. 80]. In particolare è stato osservato che la valutazione reddituale può essere una stima del capitale economico, mentre la valutazione finanziaria non lo è mai [Guatri, 1998, p. 192];
- i risultati reddituali tendono a una minore variabilità rispetto ai risultati finanziari; conseguentemente le stime basate sui risultati reddituali appaiono più facilmente dimostrabili [Guatri, 1998]
- la possibilità di effettuare proiezioni prospettiche dei Risultati Netti consente di catturare l'evoluzione attesa della gestione. [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51].

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli reddituali**

---

### **Le potenzialità e i limiti degli approcci reddituali**

A fronte di queste potenzialità le modellizzazioni in esame presentano alcuni problemi applicativi. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];
- i modelli reddituali non consentono di apprezzare condizioni in cui vi siano significative differenze tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario. Nello specifico si aggiunga che l'impianto metodologico dell'attualizzazione è finalizzato a trasferire nel tempo il valore di somme monetariamente disponibili; pertanto è solo con riferimento ai flussi di cassa che esso assume significato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001];
- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante (anche se contenuta) può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- l'esistenza di eventuali politiche di bilancio può inficiare le elaborazioni effettuate soprattutto ove si costruiscano le previsioni partendo da dati storici dell'impresa;
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei Risultati Netti necessitano di determinare il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare consistenti difficoltà: 1. nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese; 2. nel trattare le forme di finanziamento ibride (prestiti obbligazionari convertibili, warrant, ...) [Massari, 1998; Donna, 1999; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004].

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli misti**

---

### **La filosofia di fondo**

Gli approcci fondati sull'Economic Value Added hanno trovato ampia diffusione in letteratura soprattutto negli ultimi anni. Questi modelli pervengono alla misurazione della ricchezza creata dall'impresa sulla base di un approccio asset, fondato sulla capacità di produrre extra-rendimenti superiore al costo medio del capitale. Variabili chiave di questo approccio sono:

- una configurazione di reddito operativo netto (NOPAT), rettificata di alcune componenti al fine di giungere alla determinazione di un reddito monetariamente spendibile;
- il rendimento del capitale investito richiesto dai finanziatori che viene fatto coincidere con il costo medio ponderato del capitale;
- il capitale investito che viene determinato apportando alcune rettifiche ai dati contabili.

### **Le costruzioni**

Entrando nello specifico il valore aziendale può essere determinato attraverso:

- una costruzione sintetica, in grado di snellire il processo di previsione grazie alla costanza di alcuni parametri. Questi approcci utilizzano orizzonti temporali infiniti, EVA costanti o con tassi di crescita predeterminati e un costo del capitale stabile lungo l'intero periodo di analisi;
- una costruzione analitica, che si caratterizza per una previsione degli EVA analitica per l'intero periodo sottoposto ad analisi e dunque fino al termine della durata attesa dell'azienda;
- una costruzione mista, che utilizza un approccio composito in cui si procede alla costruzione analitica degli EVA attesi, del capitale investito e del costo del capitale per un periodo limitato di tempo, mentre per la restante parte si utilizza un approccio sintetico.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli misti

$$W = CIN + \frac{EVA}{WACC}$$

$$W = CIN + \sum_{T=1}^n \frac{EVA_T}{(1 + WACC)^T}$$

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli misti**

---

### **Le potenzialità e i limiti degli approcci EVA**

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tale approccio si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi. In particolare parte della letteratura ha evidenziato che:

- il metodo basato sull'attualizzazione degli EVA consente di apprezzare la ricchezza creata o distrutta dall'impresa nei diversi esercizi offrendo un importante indicatore di performance, oltre che un modello per la valutazione dell'azienda [Stewart, 1990; Young, 1997, pp. 330-341]
- l'utilizzo delle rettifiche apportate al Capitale Investito e al NOPAT consente di migliorare l'informazione economica, riducendo l'impatto di eventuali politiche contabili o di bilancio [Sandri, 2001, pp. 32-52];
- l'utilizzo degli EVA consente di riconoscere nel tempo la ricchezza che l'impresa può generare attraverso processi di razionalizzazione e ottimizzazione del capitale investito [Stewart, 1990; Massari, 1998].

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli misti**

---

### **Le potenzialità e i limiti degli approcci EVA**

A fronte di queste potenzialità le modellizzazioni in esame presentano alcuni problemi applicativi. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- la focalizzazione sugli EVA porta ad inevitabili sottostime della capacità dell'impresa di produrre ricchezza nelle fasi iniziali di un investimento, quando il capitale investito si mantiene su livelli elevati e conseguentemente il costo per remunerare i portatori di capitale di rischio appare più marcato [Massari, 1998; Sandri, 2001, pp. 32-52];
- gli approcci EVA portano ad inevitabili sovrastime del valore aziendale nelle imprese capital intensive caratterizzate da dotazioni soggette a vita economica prolungata e tassi di inflazione elevati. In questi casi in termini reali il capitale investito netto decresce, mentre il reddito operativo tende a rimanere costante portando ad una inevitabile sovrastima della capacità dell'impresa di produrre valore [Massari, 1998; Sandri, 2001, pp. 32-52];
- vi sono alcuni problemi applicativi nella determinazione del costo del capitale che secondo la dottrina anglosassone deve essere calcolato utilizzando come riferimento i valori di mercato. A questo punto si crea pertanto una disomogeneità di trattamento, dato che il costo del capitale è determinato a valori di mercato mentre il capitale investito rimane calcolato a valori contabili anche se rettificati [Bacidore, Boquist, Milbour, Thakor, 1997].
- si possono riscontrare consistenti difficoltà nella stima del costo del capitale. In particolare: 1. nel determinare il costo del capitale di rischio (soprattutto per le piccole e medie imprese); 2. nel determinare la struttura finanziaria di riferimento (rapporto tra capitale di rischio e capitale di debito: attuale, prospettico, obiettivo, ...); 3. nel trattare le forme di finanziamento ibride (prestiti obbligazionari convertibili, warrant, ...) [Massari, 1998; Donna, 1999; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004].



# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli misti

---

### La filosofia di fondo

Gli approcci orientati all'evidenziazione del goodwill giungono alla determinazione del valore del capitale di rischio attraverso due elementi:

- il patrimonio netto d'impresa espresso a valori correnti;
- l'avviamento positivo o negativo attribuibile al patrimonio in relazione alla capacità dell'impresa di produrre un extra-rendimento (goodwill) rispetto ad un rendimento normale ritraibile dal medesimo business.

Nello specifico gli extra-rendimenti prodotti dall'impresa vengono calcolati come differenza tra il risultato netto e il rendimento normale di settore. Quest'ultimo viene dato dalla moltiplicazione tra il tasso di rendimento normale per il settore di appartenenza dell'impresa e il patrimonio netto espresso a valori di mercato.

# Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.

## La misurazione del valore. Modelli misti

$$We = PNR + \frac{E}{Ke}$$

$$We = PNR + \sum_{T=1}^n \frac{E_T}{(1 + Ke)^T}$$

# **Alla ricerca del “Valore creato e perduto”.**

## **La misurazione del valore. Modelli misti**

---

### **Le potenzialità e i limiti degli altri approcci misti**

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tale approccio si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi. In particolare, parte della letteratura ha evidenziato che:

- il metodo misto con evidenziazione del goodwill consente di apprezzare sia la dotazione di patrimonio detenuta dall'impresa sia la capacità della stessa di produrre extra rendimenti valutando in questo modo eventuali opportunità di sviluppo futuro [Massari, 1998].

A fronte di queste potenzialità le costruzioni in esame presentano alcuni problemi applicativi. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- i modelli misti basati sulla valorizzazione del goodwill non consentono di apprezzare condizioni in cui vi siano significative differenze tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario. Nello specifico si consideri che l'impianto metodologico dell'attualizzazione è finalizzato a trasferire nel tempo il valore di somme monetariamente disponibili; pertanto è solo con riferimento ai flussi di cassa che esso assume significato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001];
- particolarmente critica appare la determinazione degli extra rendimenti. La letteratura infatti evidenzia posizioni contrastanti. Alcuni autori suggeriscono di confrontare il risultato netto di periodo al costo del capitale di rischio [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001], altri di utilizzare come parametro di benchmark il rendimento medio di settore [Massari, 1998].

# Riepilogo

---

- Misurazione, modello, sistema, performance, valore
- Configurazioni di valore
- Modelli di misurazione del valore aziendale
  - Modelli diretti: modelli patrimoniali, modelli finanziari, modelli reddituali, modelli misti

# **Materiale didattico**

---

## **Materiale didattico di riferimento**

- **Appunti, appunti della lezione**
- Materiale didattico, -
- Letture integrative, -

## **Letture consigliate, documenti e sitografia**

- Letture integrative, -